

U

LISBOA

UNIVERSIDADE
DE LISBOA

OS IMPACTOS DOS FATORES *ESG* (*ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE*) NO DIREITO FINANCEIRO

LINCOLN DA MATTA FERNANDES

Lisboa

2023

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

OS IMPACTOS DOS FATORES *ESG* (*ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE*) NO DIREITO FINANCEIRO

LINCOLN DA MATTA FERNANDES

Orientador: Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro, Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

Dissertação com vista à obtenção do grau de Mestre no ciclo de estudo de Mestrado em Direito e Prática Jurídica, especialidade Direito da Empresa.

Lisboa

2023

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor A. Barreto Menezes Cordeiro, por todos os ensinamentos ao longo das disciplinas do Mestrado.

À Anna Carolina, pelo carinho, incentivo e apoio incondicional em todos os momentos dessa jornada.

Aos meus pais, o meu sincero e eterno obrigado.

NOTA PRÉVIA

A presente dissertação segue as normas do Acordo de Ortografia da Língua Portuguesa e as normas técnicas emitidas pela Associação Brasileira de Normas Técnicas - ABNT.

RESUMO

A discussão sobre o desenvolvimento sustentável é cada vez mais presente na sociedade atual em razão da necessidade de desafios urgentes como a mitigação dos efeitos ambientais e sociais das mudanças climáticas serem corretamente endereçados. Nessa seara, a utilização de critérios *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) tanto por investidores na tomada de decisões de investimentos, quanto por sociedades comerciais em sua dinâmica empresarial é uma crescente tendência verificada em nível global.

Tal cenário impõe aos governantes e legisladores a criação de um arcabouço jurídico capaz de encorajar uma transição verde, bem como demanda ao setor financeiro repensar seus modelos de negócio, de modo a adequá-los aos moldes de uma economia sustentável e resiliente. Assim, o propósito da presente dissertação é a análise dos impactos causados pelos fatores *ESG* no direito financeiro sob uma perspectiva ampla. Nesse rumo, será avaliada a influência de tais fatores na elaboração de atos normativos, com especial atenção aos desenvolvidos na União Europeia, e de *soft law* ao nível internacional.

Em paralelo, também será discutido o fenômeno do surgimento de instrumentos financeiros mobiliários alinhados aos critérios *ESG* dos quais, as obrigações verdes são o exemplo de maior destaque. Por fim, o estudo ponderará acerca da contribuição da temática *ESG* para o aprimoramento dos modelos de governança corporativa e o incentivo à atuação da administração da sociedade comercial de modo mais transparente e responsável.

PALAVRAS-CHAVE

ESG; OBRIGAÇÕES VERDES; TAXONOMIA EUROPEIA; GOVERNANÇA CORPORATIVA; DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL.

ABSTRACT

The discussion on sustainable development is increasingly present in our society, due to urgent challenges, such as the need to mitigate the environmental and social effects of climate change to be properly addressed. In this sense, the use of ESG (Environmental, Social and Governance) criteria both by investors in investment decision-making process and by companies in their business models is a growing trend at a global level.

This scenario requires governments and law makers to create a legal framework capable of encouraging a green transition, as well demands the financial sector to rethink its business models to adapt them to a sustainable and resilient economy. Therefore, the purpose of this study is to review, from a broad perspective, the impacts of the ESG factors on financial law. In which, the influence of such factors on the drafting of normative acts will be assessed, with special attention to those developed in the European Union, and soft law at the international level.

In parallel, the emergence of financial instruments aligned with ESG criteria will also be discussed, being the green bonds the most prominent example. Finally, the study will consider the contribution of the ESG matter to the improvement of corporate governance models and the incentive for the companies' management board to act in a more transparent and responsible way.

KEYWORDS

ESG; GREEN BONDS; EU TAXONOMY; CORPORATE GOVERNANCE; SUSTAINABLE DEVELOPMENT.

SIGLAS E ABREVIATURAS

art(s).	-	artigo(s)
BCB	-	Banco Central do Brasil
bi.	-	Bilhão
CBI	-	<i>Climate Bonds Initiative</i>
CBS	-	<i>Climate Bonds Standard and Certification Scheme</i>
CC	-	Código Civil
CESE	-	Comitê Económico Social Europeu
cf.	-	confira, confronte
cit., cits.	-	citado, citada, etc., cita-se; citação, citações
CVM	-	Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro
CVMB	-	Comissão de Valores Mobiliários do Brasil
CMN	-	Conselho Monetário Nacional (Brasil)
CRP	-	Constituição da República Portuguesa
CSR	-	<i>Corporate Social Responsibility</i>
CSRD	-	<i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>
CSC	-	Código das Sociedades Comerciais
ed., eds.	-	edição, edições; editora, editoras
<i>e.g.</i>	-	<i>exempli gratia</i> (por exemplo)
EIB	-	<i>European Investment Bank</i>
ESG	-	<i>Environmental, Social and Governance</i>
ESMA	-	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados)
<i>et al.</i>	-	e outros
EFRAG	-	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>
EuGB	-	<i>EU Green Bond</i>
EuGBS	-	<i>EU Green Bond Standard</i>
ESRS	-	<i>European Sustainability Reporting Standards</i>
EUR	-	Euro
FCPA	-	<i>Foreign Corrupt Practices Act</i>
FRC	-	<i>Financial Reporting Council</i>

FSB	-	<i>Financial Stability Board</i>
GBBS	-	<i>Global Sustainability Standards Board</i>
GRI	-	<i>Global Reporting Initiative</i>
GBP	-	<i>Green Bond Principles</i>
<i>ibid.</i>	-	<i>ibidem</i> (na mesma obra)
ICMA	-	<i>International Capital Market Association</i>
IPCC	-	<i>Intergovernmental Panel on Climate Change</i>
IPCG	-	Instituto Português de Corporate Governance
KPI	-	<i>Key Performance Indicator</i>
LGX	-	<i>Luxembourg Green Exchange</i>
n.º.	-	Número
NFRD	-	<i>Non-Financial Reporting Directive</i>
OCDE	-	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OIC	-	Organização de investimento coletivo
ONU	-	Organização das Nações Unidas
<i>op. cit.</i>	-	<i>Opus citatum</i> (obra citada)
PRSAC	-	Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática
RGIC	-	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RGOIC	-	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
RJASR	-	Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora
UNPRI	-	<i>United Nations Principles for Responsible Investing Association</i>
SDGs	-	<i>Sustainable Development Goals</i>
SEC	-	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFDR	-	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>
SLB	-	<i>Sustainability-Linked Bond</i>
SOX	-	<i>Sarbanes-Oxley Act</i> de 2002
SPT	-	<i>Sustainability Performance Targets</i>
STJ	-	Supremo Tribunal de Justiça
SURE	-	<i>Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency</i>
TCFD	-	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>

TEG	-	<i>Technical Expert Group on Sustainable Finance</i>
TUE	-	Tratado da União Europeia
TFUE	-	Tratado de Funcionamento da União Europeia
UNEP	-	<i>United Nations Environment Program</i>
USD	-	Dólar dos Estados Unidos da América
v. g.	-	<i>verbi gratia</i> (por exemplo)
Vol.	-	Volume

ÍNDICE

Introdução	11
1. O contexto de surgimento dos fatores ESG	15
1.1. Faith-Based Investing	15
1.2. Socially Responsible Investing - SRI	16
1.3. Corporate Social Responsibility - CSR	17
1.4. Soft Law ESG	22
1.4.1. Global Reporting Initiative – GRI	23
1.4.2. United Nations Principles for Responsible Investing – UN PRI	24
1.4.3. Orientações da OCDE	25
2. Os fatores ESG	29
2.1. Conceito e formas de aplicação.	29
2.1.1. Política de Investimento ESG	31
2.1.2. Classificação, Índices e Performance ESG	35
2.2. Influência legal e normativa	41
2.2.1. Influência no Direito Comparado	41
2.2.2. Influência no Direito da União Europeia	46
2.2.2.1. Considerações sobre os atos normativos da União Europeia	46
2.2.2.2. Contexto do quadro normativo ESG na União Europeia	49
2.2.2.3. Atos Normativos da União Europeia relacionados ao tema ESG	53
3. As Obrigações ESG	71
3.1. Considerações preliminares sobre as obrigações	72
3.2. As Obrigações Verdes (Green Bonds)	74
3.2.1. Conceito	74
3.2.2. Governança Privada das Obrigações Verdes	79
3.2.3. Governança Híbrida das Obrigações Verdes	83
3.2.3.1. Obrigação Verde Europeia	85

3.2.3.2. <i>Proposta de Regulamento relativo às EuGB</i>	87
4. O governo da sociedade comercial e os fatores <i>ESG</i>	90
4.1. <i>A Corporate Governance</i>	90
4.2. <i>Os deveres dos administradores e os fatores ESG</i>	99
Conclusão	107
Bibliografia	112
Atos Normativos Consultados	123
Comunicações da União Europeia Consultadas	127
Atos Quase Normativos (<i>Soft Law</i>) Consultados	129
Jurisprudência Consultada	131

Introdução

As mudanças climáticas causadas pela atividade humana são uma realidade irrefutável no plano científico, sendo plenamente amparadas pelas conclusões atingidas pelo *Intergovernmental Panel on Climate Change – IPCC*¹.

Segundo a entidade, tais alterações antropogênicas, relacionadas ao rápido crescimento populacional e econômico verificado a partir da segunda metade do século XIX, resultaram na tendência crescente de emissão de gases com efeito de estufa e consequente aumento da temperatura média do planeta quando comparada à níveis pré-industriais². Além disso, as mudanças em questão contribuem diretamente para o aumento da ocorrência de eventos climáticos extremos e adversos³, passíveis de ocasionar prejuízos sociais e ecológicos irreparáveis em todos os continentes e ecossistemas.

Referido panorama impôs a necessidade de uma alteração drástica na forma leniente com a qual a questão era tratada, demandando um empenho coordenado e multisetorial entre os agentes políticos e econômicos que possibilitasse a redução rápida e constante da emissão de gases com efeito de estufa⁴.

Para tanto, propôs-se uma abordagem institucional ao problema, através da adoção de mecanismos econômicos de incentivo à investimentos em tecnologias e infraestrutura verdes, integrados à edição de leis e regulamentos em escala internacional, regional e nacional que tragam respostas efetivas à mitigação e combate às mudanças climáticas.

Por seu turno, em atenção ao chamado do *IPCC*, a Organização das Nações Unidas – ONU, órgão máximo no plano da cooperação internacional, por intermédio de seu conselho econômico e social, lançou em 2015 os *Sustainable Development Goals – SDGs*. Tal iniciativa consiste em um plano com 17 (dezesete) objetivos de desenvolvimento sustentável a serem perseguidos por todos os países membro da ONU até o ano de 2030, visando a promoção de crescimento que balanceie questões econômicas, ambientais e sociais, portanto, com relação umbilical com os fatores *ESG*

¹Clarifica-se que o *IPCC* é o órgão da ONU encarregado da revisão e compilação de estudos científicos, técnicos e socioeconômicos relacionados às mudanças climáticas, seus impactos, riscos e formas de mitigação (Disponível em: <https://www.ipcc.ch/>. Acessado em: 04/09/2023).

² Cf. PACHAURI, Rajendra K.; e MEYER, Leo [eds.]. *Climate Change 2014: Synthesis Report*. Genebra: *Intergovernmental Panel on Climate Change – IPCC*, 2014. p. 4.

³ Cf. *ibid.* p. 7.

⁴ Cf. *ibid.* p. 26.

(*Environmental, Social and Governance*)⁵. Nesse rumo, destaca-se que a correlação dos *SDGs* com os fatores *ESG* é evidente ao serem analisados os objetivos sustentáveis perseguidos pela ONU.

Na esfera ambiental, destaca-se que o *SDG* nº 7 (Energias Renováveis e Acessíveis) almeja o aumento da participação de energias renováveis na matriz energética global, a expansão da infraestrutura de serviços de energia sustentáveis e modernização de tecnologias de energia limpa. Em igual sentido, o *SDG* nº 13 (Ação Climática) objetiva o reforço da resiliência e da capacidade de adaptação à riscos relacionados com o clima e as catástrofes naturais, bem como a integração de medidas políticas e estratégias nacionais de combate às alterações climáticas.

Já no espectro social, o *SDG* nº 5 (Igualdade de Gênero) visa a adoção e fortalecimento de políticas e legislação aplicável para a promoção da igualdade de gênero e direitos de igual acesso aos recursos econômicos. Por seu turno, o *SDG* nº 8 (Trabalho Digno e Crescimento Econômico) busca a proteção dos direitos do trabalho, promoção de trabalho digno e ambientes de trabalho seguros para todos os trabalhadores.

Em continuidade, outro relevante marco ao combate às mudanças climáticas foi a edição do Acordo de Paris em 12 de dezembro de 2015. Capitanado pela ONU, referido acordo foi ratificado por 195 (cento e noventa e cinco) partes da Convenção Quadro das Nações Unidas sobre Alterações Climáticas e entrou em vigor em 04 de novembro de 2016.

Quanto ao seu propósito, o Acordo de Paris propõe um ambicioso plano de ação para limitar o aquecimento global. Conforme depreende-se do exame do art. 2º/1, alínea “a”, foi estipulado como meta de longo prazo a manutenção do aumento da temperatura média mundial abaixo dos 2°C em relação aos níveis pré-industriais, mas como alvo a limitação do aumento da temperatura a 1,5°C acima dos níveis pré-industriais. Além disso, ressalta-se que o art. 7º do diploma traça o reforço das capacidades de adaptação, aumento da resiliência às alterações climáticas e redução da vulnerabilidade a essas alterações, no intuito de contribuir para o desenvolvimento sustentável, como objetivo comum a ser buscado pelos signatários.

⁵ Disponível em: <https://unric.org/en/united-nations-sustainable-development-goals/>. Acessado em: 08/09/2023.

Além disso, considerando a pluralidade de signatários, bem como as diferentes realidades regionais e econômicas dos aderentes, estipulou-se no art. 3º do Acordo de Paris que cada país apresentaria planos de ação abrangentes com relação à redução da emissão de gases causadores do efeito estufa, chamados de “contributos determinados a nível nacional”, os quais deverão ser reavaliados a cada 5 (cinco) anos, nos termos do art. 14º/2.

Em razão do impacto indiscriminado das mudanças climáticas no cenário global, relevante pontuar que foi inserido no Acordo de Paris o elemento da solidariedade. Segundo disposto nos arts. 3º e 9º, determinou-se aos países desenvolvidos o fornecimento de recursos financeiros aos países em desenvolvimento para lhes auxiliar no cumprimento das metas gerais previstas no acordo em comento⁶.

Também foram adotadas medidas legislativas no contexto comunitário europeu para o combate às mudanças climáticas, sendo pertinente menção ao Regulamento (UE) 2021/1119 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 30 de junho de 2021, que criou o regime para alcançar a neutralidade climática no espaço comunitário.

Pontua-se que o regulamento em questão foi editado para intensificar os esforços para o combate das alterações climáticas e concretizar a aplicação do Acordo de Paris⁷ e dos *SDGs* da ONU⁸ mediante uma ação climática coordenada ao nível da União Europeia e dos Estados Membros.

Desse modo, instituiu-se através do art. 1º do Regulamento (UE) 2021/1119 um regime para a redução gradual e irreversível da emissão antropogênica de gases com efeito de estufa com origem em todos os setores econômicos⁹ com vias de atingir até o ano de 2050 seus objetivos primários previstos no art. 2º, quais sejam a neutralidade climática¹⁰ e posterior alcance de emissões negativas.

⁶ No contexto da solidariedade também foi introduzido o dever de transparência, segundo o qual os países desenvolvidos deverão fornecer com periodicidade bianual informações sobre o apoio prestado aos países em desenvolvimento (cf. art. 9º/7).

⁷ Cf. Considerando nº 1 do Regulamento (UE) 2021/1119.

⁸ Cf. Considerando nº 9 do Regulamento (UE) 2021/1119.

⁹ Cf. Considerando nº 20 do Regulamento (UE) 2021/1119.

¹⁰ A neutralidade climática é o balanço líquido zero entre as emissões antropogênicas e remoções de gases com efeito de estufa.

Contudo, em recente relatório emitido pelo *IPCC* no ano de 2023, concluiu-se que o atual ritmo dos avanços no sentido da mitigação dos efeitos das mudanças climáticas possivelmente não será suficiente para atingir as metas previstas no Acordo de Paris¹¹.

Considerando o cenário exposto, nota-se que os fatores *ESG* se apresentam como ferramenta relevante, se não imprescindível, para a reversão do preocupante cenário narrado pelo *IPCC* e para a consecução tanto dos *SDGs*, quanto dos objetivos previstos no Acordo de Paris.

Desse modo, o presente estudo buscará verificar o modo com o qual os fatores *ESG* contribuem para o desenvolvimento de uma economia resiliente e alinhada ao crescimento sustentável. Nesse sentido, partindo de um exame histórico das metodologias que contribuíram para a formação do atual conceito *ESG*, será realizada uma análise do modo com o qual tais fatores são integrados no processo de tomada de decisões de investimento e, conseqüentemente, contribuem para uma mudança de práticas adotadas no mercado financeiro.

Ademais, serão examinados os impactos trazidos ao direito financeiro através da influência ao desenvolvimento de um arcabouço jurídico na União Europeia que aborda o tema *ESG*, assim como de atos quase-normativos formulados ao nível internacional buscando a estipulação de orientações e práticas uniformizadas.

Ato contínuo, dado ao aumento da preocupação de investidores com relação a questões ambientais e sociais, igualmente serão abordados os efeitos da temática sob os instrumentos financeiros mobiliários e sua contribuição tanto para desenvolvimento de obrigações em linha com os ditames ambientais e sociais, quanto para formulação de fontes normativas (*hard* e *soft law*) que os disciplinem em âmbito europeu e global.

Por fim, mas não menos importante, será avaliada a forma com a qual a busca por métodos de desenvolvimento sustentável reflete nos modelos de governança corporativa e nos deveres dos administradores da empresa, sendo debatida a influência dos fatores *ESG* na transformação da *governance* em uma estrutura mais ampla e atenta aos anseios de diversas partes interessadas.

¹¹ Cf. LEE, Hoesung; e ROMERO, José [eds.]. *Climate Change 2023: Synthesis Report*. Genebra: Intergovernmental Panel on Climate Change – IPCC, 2023.

1. O contexto de surgimento dos fatores *ESG*

Apesar dos fatores *ESG* ganharem maior atenção e adentrarem na lista de critérios utilizados para a definição de decisões de investimentos no início do século XXI, em certo grau devido a publicação de compromissos e assinatura de acordos transnacionais visando o fomento à economia sustentável e aos investimentos responsáveis, o atual conceito conferido a tais fatores resulta de uma longa evolução na mentalidade de investidores e nas práticas seguidas pelo mercado financeiro, os quais serão brevemente analisados.

1.1. Faith-Based Investing

Reputa-se que a primeira manifestação de uma filosofia de investimento está ligada à valores e/ou crenças religiosas (*faith-based investing*). Tal corrente caracteriza-se pela tomada de decisões de investimento que sejam consistentes e alinhadas com os desígnios e vedações de uma determinada religião, de modo que as decisões finais sejam pautadas em critérios não econômicos¹².

Dentre os investimentos habitualmente vedados pelo *faith-based investing*, destaca-se o aporte de recursos em sociedades comerciais¹³ que atuam em setores econômicos relacionados à fabricação de bebidas alcoólicas, tabaco, armamentos e serviços de jogos e apostas. Tais produtos e serviços, não obstante legais nos países em que são comercializados e prestados, respectivamente, estão relacionados à exploração de vícios humanos e, portanto, reputados como geradores de impacto social negativo e contrários à princípios religiosos, morais e éticos.

¹² Cf. HILL, John. *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: a balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio*. Londres: Academic Press, 2020. p. 273.

¹³ Nos termos do art. 1º/2 do Código das Sociedades Comerciais (CSC), serão designadas como “sociedades comerciais” aquelas que tenham por objeto social a prática de atos de comércio, além da adoção da tipologia societária de (i) sociedade em nome coletivo, (ii) sociedade por quotas, (iii) sociedade anônima, (iv) sociedade em comandita simples ou (v) sociedade em comandita por ações. Por atos de comércio, remonta-se à definição trazida no art. 2º do Código Comercial, com ressalva à distinção entre “(...) os chamados “*actos de comércio objectivos*”, cuja comercialidade deriva da circunstância de tais actos se encontrarem especialmente previstos e regulados na lei comercial, independentemente de serem praticados por comerciantes ou não (art. 2.º do CCom, primeira parte); e os “*actos de comércio subjectivos*”, cuja comercialidade resulta da qualidade de comerciante do respectivo autor, desde que tais actos possuam uma conexão abstracta e concreta com o respectivo comércio profissional (art. 2.º do CCom, segunda parte).” (ANTUNES, José. A. Engrácia. *Contratos comerciais: Noções fundamentais*. In *Direito e Justiça*, n. Especial. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2007. p. 14.) Clarifica-se que, para fins do presente trabalho, o termo “sociedade comercial” também poderá ser referenciado como “companhia” ou “empresa”.

1.2. Socially Responsible Investing - SRI

Em sequência, pontua-se que no início do século XX a filosofia de investimento alheia à simples busca por retorno financeiro¹⁴ e tolerante à redução da margem de lucro por parte de investidores na tomada de suas decisões evolui, manifestando-se mediante o *Socially Responsible Investing – SRI*.

Tal filosofia de investimentos caracteriza-se pelo emprego de valores éticos (*ethical investing*) como elemento norteador da construção de um portfólio de investimentos. Nesse sentido, destaca-se que o *SRI* tem seu foco primordial na identificação do impacto causado por empresas em determinadas áreas de interesse, prática usualmente conhecida como *values-based screening*¹⁵.

Referida avaliação embasará eventuais decisões dos investidores com relação a alocação de seus recursos, motivo pelo qual poderá ter seu foco no exame de consequências negativas causadas pela atividade comercial¹⁶ desenvolvida, cujo resultado poderá acarretar o imediato desinvestimento ou mesmo exclusão das sociedades comerciais mal classificadas da lista de potencial investimento¹⁷.

Um dos exemplos emblemáticos da aplicação do *SRI* é o desinvestimento em setores econômicos ou em títulos de países ligados à violação de direitos humanos. Tal movimento iniciou-se com o boicote econômico à África do Sul nas décadas de 1970 e

¹⁴ Nesse sentido, ressalta-se que “*o investimento financeiro, por sua vez, é uma razão justificativa, característica e típica, da participação na sociedade anônima. Quer dizer, obter da participação na sociedade um maior rendimento, uma mais-valia na eventual ulterior alienação da participação social e, até então, obter uma remuneração da aplicação de capital feita.*” (CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. 7ª ed. Coimbra: Almedina, 2019. p. 292.)

¹⁵ A prática do *values-based screening* poderá utilizar como base para ponderação (a) valores morais comuns coletados de uma determinada sociedade civil ou (b) a conformidade da empresa/atividade com normas/padrões internacionalmente aceitos relacionados à direitos humanos e condições laborais. Frisa-se que a atuação da empresa investida em total respeito à legislação de seu local geográfico de atuação é um pressuposto base. (Cf. *CFA Institute. Environmental, social and governance issues in investing: a guide for investment professionals*. 2015. p. 22.)

¹⁶ A título exemplificativo, em razão da crescente onda de violência urbana envolvendo armas de fogo nos Estados Unidos da América, o conglomerado financeiro americano Citigroup Inc. anunciou em 2018 restrições em sua política de financiamento de empresas que atuam no setor de fabricação e comercialização de armas de fogo, não obstante a relevância econômica do segmento. (Disponível em: <https://blog.citigroup.com/2018/03/announcing-our-us-commercial-firearms-policy/>. Acessado em: 15/12/2022.)

¹⁷ Cf. HILL, John. *op. cit.* p. 14.

1980 em virtude da prática de políticas sociais discriminatórias e segregacionistas (*Apartheid*).

Desse modo, a utilização de parâmetros *SRI* na elaboração de uma carteira de investimento demonstra de modo cristalino os valores que o investidor apoia (sociais, éticos, ambientais etc.), sendo as decisões de alocação de recursos baseadas primariamente no objeto social explorado pela companhia e a maneira como tal sociedade comercial conduz seus negócios, ao invés do mero retorno financeiro que o investimento pode gerar¹⁸.

1.3. Corporate Social Responsibility - CSR

Em sequência, no curso da segunda metade do século XX surge corrente derivada do *SRI* que foi designada como *Corporate Social Responsibility – CSR*.

No estágio inicial de seu desenvolvimento e estudo, conferiu-se ao *CSR* um viés de aplicação filantrópica e voluntária, sendo esse entendido de modo simplista como um meio para o qual a companhia sirva de modo construtivo e responsivo a sociedade civil que a circunda. Dessa forma, o conceito clássico do *CSR*¹⁹ consiste em um conjunto de ações adotadas pela companhia que suplantem interesses econômicos, sendo o fato motivador de seu emprego a promoção do bem-estar comunitário.

Posteriormente, o caráter filantrópico conferido em fase embrionária ao *CSR* evoluiu, passando o método de investimento a ser analisado de forma objetiva e sistemática. Nesse diapasão, desenvolveu-se um modelo vertical de análise do *CSR*, conhecido como “Pirâmide de Carroll” (*Carroll’s Pyramid*), o qual seria composto por quatro camadas (*layers*) principais de conduta²⁰ esperados por parte da companhia, sob os quais seria criada a fundação das responsabilidades sociais da empresa.

¹⁸ Cf. OCDE. *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*. 2017. p. 36.

¹⁹ Cf. LOEW, Edgar; *et al.* *Corporate Social Responsibility (CSR) and Environmental Social Governance (ESG) – Disclosure of European Banks. Working Paper Series – nº 83. European Banking Institute*, 2021. p. 15. Em sentido similar, a *CSR* pode ser entendida como o comprometimento contínuo das companhias em atuar de modo ético e contribuir para o desenvolvimento econômico concomitantemente à melhoria da qualidade de vida de seus empregados e familiares, assim como da comunidade e sociedade em geral (Cf. GIRASA, Roy. *Corporate governance and finance law*. New York: Palgrave Macmillan, 2013. p. 114.)

²⁰ Cf. CARROLL, A.B. *Carroll’s pyramid of CSR: taking another look. In International Journal of Corporate Social Responsibility*. Vol. 1, art. nº 3. Springer, 2016. p. 2.

Na base da mencionada pirâmide está a (i) responsabilidade econômica. Preceitua-se que a sociedade comercial deverá visar sua estabilidade e rentabilidade a longo prazo, visto que a geração de lucro é forma de retribuir o investimento da parte detentora de participação em seu capital social²¹ e fomentar o crescimento da sociedade comercial mediante o reinvestimento de parte do lucro auferido na operação. Assim, a situação econômica saudável e próspera da sociedade comercial permitirá o desenvolvimento dos próximos estratos.

Em continuidade, a companhia deverá ater-se às suas (ii) responsabilidades legais, agindo em completo respeito e conformidade com a legislação e regulamentos administrativos a ela aplicáveis, bem como com suas políticas internas de governança corporativa e *compliance*. Reputa-se que a atuação balizada por marcos legais garantirá um nível mínimo de atuação responsável da sociedade, porém, insuficiente, já que compreende apenas os cenários codificados e é passível de apresentar omissões e/ou conflitos normativos.

Visando a supressão da referida lacuna, é esperado que a companhia atue com (iii) responsabilidade ética. Ao adotar esse guião, a sociedade comercial atuará de modo responsivo mesmo em circunstâncias onde a lei não o exija, baseando suas políticas, padrões e efetiva atuação em valores e princípios universais e da comunidade que a circunda, em plano local. Vale a nota que a atuação ética é de difícil mensuração e está passível de constante mutação, porém deverá ser pautada em critérios básicos de integridade, lealdade e transparência, em especial na perspectiva de instituições financeiras.

Ainda, o viés ético não está restrito à sua categoria autônoma no modelo de CARROLL, possuindo caráter transversal com as demais responsabilidades ora mencionadas²². No contexto econômico, a empresa deverá buscar o tratamento ético e leal para com seus diversos *stakeholders*²³. Já na perspectiva legal, observa-se em sentido

²¹ Esclarece-se que no presente trabalho o sujeito detentor de participação societária em uma sociedade comercial será usualmente referenciada como “acionista”, não obstante o termo ser próprio à sociedade anônima e sociedade em comandita por ações.

²² Cf. CARROLL, A.B. *op. cit.* p. 5

²³ O termo *stakeholder* é comumente empregado para referir-se à indivíduos ou grupos que possuem relação com uma companhia (v.g. acionistas/quotistas, fornecedores de insumos/serviços, clientes, empregados, comunidade local etc.) independentemente de sua natureza (e.g. societária, comercial, trabalhista etc.) e são afetados pelos objetivos e escolhas tomadas pela empresa, sendo, portanto, uma parte interessada. Nessa seara, ressalta-se que

lato que as leis, com destaque para a legislação trabalhista, consumerista e concorrencial, possuem como fundamento para sua codificação justificativas éticas. Em igual sentido, razões éticas podem influenciar o debate legislativo no sentido da alteração e criação de novos diplomas normativos.

Por fim, no topo da estrutura piramidal encontra-se a (iv) responsabilidade filantrópica da empresa, a qual deverá ser exercida de maneira voluntária e discricionária no tocante à destinação e quantidade da atividade filantrópica, sempre visando gerar impactos positivos à coletividade. Ressalta-se, entretanto, que a atuação nessa seara poderá ocorrer de modo estratégico, ou seja, visando majorar a reputação e imagem da companhia perante a sociedade civil, em sentido contrário à concepção altruística contida na ideia inicial da filantropia.

Frisa-se que na estrutura esquematizada por CARROLL, tanto a responsabilidade econômica quanto a legal são exigidas da companhia, enquanto as responsabilidades éticas e filantrópicas são apenas desejáveis, em que pese necessárias para a consecução do integral do conceito de *CSR* por ele idealizado²⁴.

Por sua vez, o modelo de *CSR* em comento não é isento de críticas, sendo que os argumentos em seu detrimento se baseiam no fato da idealização da pirâmide fundar-se em companhias de grande porte que estejam inseridas no contexto de negócios estadunidense²⁵, não sendo aplicável à realidade de economias em desenvolvimento ou mesmo à pequenas e médias empresas situadas em economias maduras.

“entender as atitudes, percepções, expectativas e comportamentos dos stakeholders transformou-se num fator crítico para a gestão dado que, se, por um lado, os stakeholders podem ser parceiros entusiásticos ou aliados das actividades da empresa, podem também encarnar o papel de opositores ferozes, sobretudo quando estão envolvidos factores sociais e ambientais de grande sensibilidade. Assumindo esse último papel, os stakeholders poderão comprometer activos importantes da empresa – capital humano, capital financeiro – desequilibrando a actividade da empresa.” (DIAS, Rita Almeida. *Envolvimento com Stakeholders e Criação de Valor In Sustentabilidade, Competitividade e Equidade Ambiental e Social*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 172.) Na doutrina estadunidense, conquanto os diretores/administradores serem legalmente obrigados a representar apenas os interesses dos acionistas da companhia, sugere-se que as necessidades dos demais *stakeholders* da sociedade comercial sejam tratados de modo hierárquico, na seguinte ordem de prioridade, buscando a manutenção ou mesmo ampliação da capacidade competitiva e produtiva da empresa: (i) consumidores; (ii) empregados; (iii) fornecedores, distribuidores e credores; e (iv) comunidade na qual a empresa está inserida (Cf. COLLEY, John L. *et al. What is corporate governance?* New York: McGraw-Hill, 2004. p. 5.)

²⁴ Cf. CARROLL, A.B. *op. cit.* p. 4.

²⁵ Cf. LOEW, Edgar *et al. op. cit.* p. 16.

Apesar da pertinência de tais críticas, entende-se que o modelo mantém sua relevância para o estudo do *CSR* e de outras vertentes, entre ela o *ESG*, não só pelo valor histórico, mas também pela capacidade de adaptação à diferentes realidades econômicas, seja através da reorganização das categorias nele contidas (responsabilidade econômica, legal, ética e filantrópica) ou pela adoção de análise horizontal e concêntrica delas das camadas de responsabilidade, em oposição ao modelo vertical e estratificado contido na formatação original.

Vale frisar que visões mais recentes do *CSR* o tratam de modo mais restritivo, de modo que seu foco de aplicação se delimitou da sociedade civil em geral para os *stakeholders* da sociedade comercial, os quais são diretamente impactados pelas posturas adotadas pela companhia²⁶. A despeito de tal alteração, o padrão de conduta esperado da empresa ainda se lastreia amplamente no comportamento ético, responsável e tendo em consideração o interesse de outras partes afetadas pela atividade da sociedade comercial.

Em continuidade, o crescente relevo conferido ao *CSR* por parte das companhias e seus *stakeholders* motivou seu (re)exame sob a perspectiva comunitária europeia²⁷.

Nessa direção, menciona-se o estudo conduzido pela Comissão Europeia, sob a tutela do Comitê Econômico Social Europeu – CESE²⁸, que resultou na publicação em 25 de outubro de 2011 da comunicação “COM/2011/0681 final”, intitulada

²⁶ Com relação ao assunto, pontua-se que “a *CSR* preocupa-se em tratar os vários *stakeholders* da empresa de um modo ético e responsável. Ser “eticamente responsável” significa interagir com os *stakeholders* de um modo aceitável numa sociedade civilizada. Responsabilidade social inclui responsabilidade econômica. Os *stakeholders* existem, quer dentro, quer fora da empresa – esse é o ambiente natural de um *stakeholder*. O objetivo mais vasto da responsabilidade social é o de criar níveis de vida mais elevados, quer para os trabalhadores, quer para os restantes *stakeholders*, preservando simultaneamente o lucro da empresa.” (HOPKINS, Michael. *Corporate Social Responsibility, uma Nova Estratégia Organizacional*. In *Sustentabilidade, Competitividade e Equidade Ambiental e Social*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 87.)

²⁷ Quanto ao tema, ressalta-se que “(...) a manifestação da relevância dos interesses gerais na actividade das sociedades também se dá por força daquilo que se tem designado por “responsabilidade social das empresas” (...). Embora do conceito em causa faça parte a ideia de que essa integração é voluntária, os termos do interesse que a Comunidade Europeia tem dedicado ao assunto são o suficiente para concluir que também por essa via as sociedades vão estar, crescentemente, constringidas a ter em consideração os interesses daqueles com os quais elas interagem.” (DUARTE, Rui Pinto. *Escritos Sobre Direito das Sociedades*. Coimbra: Coimbra Editora, 2008. p. 52.)

²⁸ Segundo disposto no TFUE, o CESE é um órgão independente que compõe o quadro institucional da União Europeia e que atua em seu interesse geral (art. 300º/4). Referido órgão exerce função consultiva e de assistência ao Parlamento Europeu, Conselho e à Comissão Europeia (art. 300º/1).

“Responsabilidade Social das empresas: uma nova estratégia da UE para o período de 2011 – 2014”.

No referido trabalho, a Comissão buscou a reforma/atualização do conceito de *CSR* então vigente no ambiente comunitário²⁹, visando promover uma abordagem estratégica e de desenvolvimento sustentável, a qual possuiria o condão de fomentar uma melhor gestão de riscos por parte das sociedades comerciais e aprimorar a relação com seus *stakeholders* e o acesso ao capital. Tais benefícios, na visão do CESE³⁰, impulsionariam a capacidade de inovação da empresa e desenvolvimento de oportunidades comerciais e novos mercados.

Para tanto, o comitê em tela propôs uma nova e objetiva conceituação ao *CSR*, sendo o termo entendido como “*a responsabilidade social das empresas pelo impacto que têm na sociedade*”³¹, o qual será abaixo analisado.

Em primeiro lugar, esclarece-se que o termo “empresas” é amplo, incluindo todas as tipologias de sociedades comerciais, sejam elas de natureza privada ou pública, bem como outras partes interessadas, como organizações compostas pela sociedade civil que atuem em parceria com setores empresariais³². Em segundo lugar, sob a ótica do órgão, o “impacto” corresponderia à efetiva aplicação dos princípios e orientações de *CSR* por parte das empresas, o qual se daria de modo multidimensional³³.

A atuação multidisciplinar contemplaria um espectro (i) interno, sobre questões inerentes ao universo organizacional da companhia, por exemplo a promoção de boas práticas laborais, de diversidade e igualdade entre os trabalhadores; e (ii) externo, relativa à relação entre a sociedade comercial e partes interessadas da comunidade (acionistas, clientes, poder público), exemplificativamente, mediante o fomento a práticas de transparência, anticorrupção e responsabilidade ambiental.

²⁹ Clarifica-se que o referido conceito de *CSR* foi apresentado pela Comissão Europeia no trabalho “Livro Verde: Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas [COM/2001/366], de 18 de julho de 2001, e consistia na “*integração voluntária de preocupações sociais e ambientais por parte das empresas nas suas operações e na sua interação com outras partes interessadas*”.

³⁰ Cf. COM/2011/0681 final. p. 4.

³¹ Cf. *Ibid.* p. 6.

³² A amplitude do termo “empresa” foi definida no parecer final do CESE sobre a comunicação COM/2011/0681 final, o qual foi adotado na 481ª reunião plenária do comitê realizada entre 23 e 24 de maio de 2012.

³³ Cf. COM/2011/0681 final. p. 8.

Desse modo, a cumulação das abordagens internas e externas teoricamente possibilitaria à empresa o desenvolvimento de valores comuns entre as partes interessadas, bem como a melhor identificação e consequente mitigação de práticas que causem impactos negativos aos seus *stakeholders* e sociedade civil em geral.

Outrossim, à época da emissão do estudo em referência, sugeriu-se uma postura legislativa arrojada da Comissão no sentido do desenvolvimento de leis que fomentassem a adoção de boas práticas pelas empresas nos âmbitos de relação com consumidores, poder público e investidores. Especificamente no escopo do setor financeiro³⁴, houve sugestão de elaboração de regulamentação visando o aumento da transparência, com ênfase no que concerne à divulgação de informações não financeiras por parte das companhias³⁵ que possam auxiliar os investidores na alocação eficiente de capital e atingimento dos objetivos almejados.

Nesse sentido, o CESE ainda destacou a relevância da adesão voluntária de empresas e gestores de capitais a políticas e padrões internacionais de boas práticas, mencionando exemplificativamente os *UN Principles for Responsible Investing*, os quais serão objeto de análise isolada.

1.4. Soft Law ESG

Outro importante marco para a construção e difusão do atual entendimento sobre a aplicação dos fatores *ESG* foi o estabelecimento, no contexto internacional, de atos quase normativos (*soft law*)³⁶ que, embora não possuam caráter vinculativo tal qual leis e instrumentos normativos emitidos por Estados (*hard law*), trouxeram força e uma plataforma para interpretação uniforme da temática *ESG*.

³⁴ Cf. COM/2011/0681 final. p. 13.

³⁵ Considera-se que a orientação emitida pela CESE foi frutífera, sendo relevante mencionar que em 29 de dezembro de 2019 houve a publicação do Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia, relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros.

³⁶ Em sede conceitual, são “*atos de autoridades públicas e organismos internacionais que, pese embora não revistam natureza vinculativa (não sendo, como tal, atos normativos) acabam por representar manifestações recomendatórias ou interpretativas com influência na conformação do comportamento dos participantes do mercado.*” (CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. 4^o ed. Coimbra: Almedina, 2018. p. 85.)

1.4.1. Global Reporting Initiative – GRI

Nesse caminho, importante destacar o trabalho desenvolvido pela *Global Reporting Initiative – GRI*, organização sem fins lucrativos criada em 1997 com a finalidade de estabelecer uma estrutura de divulgação de informações corporativas sobre sustentabilidade e garantir que as companhias a ela vinculadas adotassem práticas e condutas responsáveis em questões ambientais, sociais, econômicas e de governança corporativa³⁷, através das orientações não vinculantes emitidas pela entidade.

Por seu turno, frente à crescente adoção em sede internacional dos *guidelines* em matéria de divulgação de informações corporativas sobre sustentabilidade, a *GRI*, através do *Global Sustainability Standards Board – GSSB*, órgão a ela vinculado, elaborou os *GRI Standards*³⁸, reputado como o primeiro conjunto de orientações globalmente difundido sobre divulgação de informações sobre sustentabilidade³⁹. Visando conferir maior amplitude à sua aplicação, o *GSSB* estruturou os *GRI Standards* em três categorias, quais sejam (i) normas universais (*GRI 1*); (ii) normas setoriais (*GRI 2*); e (iii) normas temáticas (*GRI 3*).

Através do exame do texto de caráter universal, observa-se que o referido arcabouço é composto por expectativas de conduta empresarial e possui como propósito basilar⁴⁰ conferir instrumentos para que as sociedades comerciais publiquem, de modo consistente, transparente e crível, os impactos significativos por ela causados na economia, ambiente e nas pessoas (inclusive impactos nos direitos humanos)⁴¹, sejam

³⁷Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. Acessado em: 22/04/2023.

³⁸ Disponível em: <https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>. Acessado em: 30/03/2023.

³⁹ Em sentido similar a iniciativa inovadora da *GRI* foram outras entidades, como a *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*. Tal organização direciona seu foco primário em investidores e mercado financeiro em geral, trabalhando no desenvolvimento da padronização da divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade mediante o *SASB Standards*, normas que visam o nivelamento das informações em termos de qualidade e possibilitando sua comparação em nível global. (Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acessado em: 30/03/2023)

⁴⁰ Vale pontuar que o *GRI Standards* e o *SASB Standards* foram elaborados para cumprir propósitos disjuntos e atender diferentes públicos. Desse modo, enquanto as normas da *GRI* buscam fornecer informações à uma grande gama de *stakeholders*, as normas da *SASB* visam atender especificamente investidores e, portanto, possuem seu foco na divulgação de informações sobre sustentabilidade que são materiais do ponto de vista financeiro. (Cf. SERAFEIM, George. et al. *Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness*. In *Journal of Business Ethics*. Vol. 171, nº. 3. Springer, 2020. p. 13/14.)

⁴¹ Cf. *GSSB. GRI 1: Foundation*, 2021. p. 4.

esses verificados em níveis locais, nacionais e/ou internacionais.

Ademais, ressalta-se que os impactos passíveis de serem relatados poderão ser reais ou potenciais, negativos ou positivos, de curto ou longo prazo, locais ou intencionais, e reversíveis ou irreversíveis⁴². Por seu turno, caso verifiquem-se impactos negativos potenciais, o *GSSB* recomenda que a companhia proceda com sua prevenção, se evitáveis, ou mitigação, caso inevitáveis, observando-se ao grau de severidade e probabilidade. Nessa linha, também se sugere que os impactos negativos reais sejam solucionados mediante sua reparação⁴³.

Isso posto, em defesa aos *standards*, o *GSSB* frisou que as informações divulgadas poderão ter um duplo emprego⁴⁴: (i) pela companhia, para o estabelecimento de objetivos e metas, bem como para a avaliação e implementação de políticas e práticas; e (ii) por *stakeholders*, visando a avaliação de como os impactos da atividade empresarial os afetam ou poderiam afetar.

1.4.2. United Nations Principles for Responsible Investing – UN PRI

Em meados do ano de 2006 houve a criação dos *United Nations Principles for Responsible Investing – UN PRI*, os quais são apoiados pela ONU, por intermédio do setor responsável para estruturação de políticas e programas de iniciativa financeira e ambiental denominado *United Nations Environment Programme and Finance Initiative – UNEP FI*.

Vale a menção que os *UN PRI* buscam entender os efeitos a longo prazo da aplicação dos fatores *ESG* no mercado financeiro, bem como orientar e assessorar a sua rede internacional de investidores signatários⁴⁵ na incorporação de tais fatores em suas políticas de investimento e tomada de decisões.

⁴² Cf. *ibid.* p. 8.

⁴³ Cf. *ibid.* p. 9.

⁴⁴ Cf. *ibid.* p. 5.

⁴⁵ Conforme o Relatório Anual de 2022 divulgado por seu comitê de gestão, os *UN PRI* contavam em 31 de março de 2022 com 4.902 membros signatários, concentrados na Europa (54%) e América do Norte (22%) os quais possuem aproximadamente USD 121.3 trilhões de ativos sob gerência. (Disponível em: <https://www.unpri.org/annual-report-2022/>. Acessado em: 16/12/2022)

Para atingir o supramencionado objetivo, os *UN PRI* apresentam seis princípios basilares⁴⁶, aptos a serem utilizados por seus signatários no processo de elaboração de suas políticas corporativas, os quais encontram-se abaixo sumarizados:

- i. Princípio 1 – Incorporar temas *ESG* às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão.
- ii. Princípio 2 – Fomentar a proatividade e incorporação de temas *ESG* às políticas e práticas de gestão de ativos.
- iii. Princípio 3 – Divulgar as ações relacionadas aos temas *ESG* adotadas por parte das sociedades investidas.
- iv. Princípio 4 – Promover a aceitação e implementação dos Princípios dentro do setor de investimento.
- v. Princípio 5 – Ampliar a eficácia na implementação dos Princípios.
- vi. Princípio 6 – Divulgar relatórios sobre atividades e progresso da implementação dos Princípios.

Apresentados os princípios, os *UN PRI* também elencaram em suas orientações aos investidores ações possíveis para a efetivação desses tanto nas companhias controladoras, quanto nas investidas, dos quais apresentam-se exemplificativamente: (i) abordagem de temas *ESG* nas políticas de investimento e promoção de treinamento em *ESG* para profissionais de investimento; (ii) exercer o direito de voto nas companhias investidas alinhado aos temas *ESG*; (iii) integração de temas *ESG* nos relatórios financeiros; (iv) revisão do relacionamento comercial com parceiros e prestadores de serviços que não cumpram expectativas/métricas alinhadas com os fatores *ESG*; (v) desenvolvimento ou apoio de iniciativas de divulgação e promoção da temática *ESG*; e (vi) fornecimento de informação aos beneficiários da companhia e *stakeholders* sobre a aplicação e impactos das políticas *ESG*.

1.4.3. Orientações da OCDE

Ainda no contexto do exame das fontes contextuais dos fatores *ESG*, mister se mostra o exame das orientações emitidas por outra entidade de extremo relevo no cenário

⁴⁶ Cf. *UN PRI. 2021 PRI Blueprint for Responsible Investment.*

econômico⁴⁷, qual seja a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE.

Nesse contexto, no ano de 2011, mediante o *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, a OCDE emitiu orientações voluntárias e não vinculantes, baseadas em princípios e práticas reconhecidas em âmbito global, a serem empregadas por empresas multinacionais ao realizarem negócios em países membros da organização, buscando o fortalecimento de um ambiente de negócios responsável e sustentável. Dentre as sugestões apresentadas, observa-se a presença de pilares centrais para o entendimento e estudo dos fatores *ESG*.

Nessa direção, a OCDE orienta que a atuação da sociedade comercial esteja alinhada com o objetivo amplo de desenvolvimento sustentável⁴⁸, ideia que contempla a preservação ambiental, segurança e saúde da comunidade que a circunda. O efetivo atingimento da recomendação orbita, em primeiro momento, pela estrita observância da legislação local que verse sobre o tema, complementando-a, quando verificada sua debilidade ou insuficiência, com padrões de conduta aplicáveis em âmbito internacional.

Por sua vez, em uma segunda esfera de atuação, a OCDE recomenda que a empresa desenvolva uma política interna de gerenciamento de riscos, de modo a promover uma atuação proativa e que no longo prazo melhore sua performance ambiental⁴⁹ e a prepare para a mitigação e enfrentamento dos eventuais efeitos negativos que sua operação comercial traga ao meio ambiente e saúde pública.

Ademais, os *guidelines* da OCDE contemplaram sugestões no campo social. Todavia, as orientações nesse campo se limitaram ao respeito e observância por parte das

⁴⁷ A importância da análise dos *guidelines* da OCDE acentua-se quando considerado o fato de que atualmente 22 Estados membros da União Europeia também são integrantes da OCDE, entre eles Portugal (Disponível em: <https://www.oecd.org/about/members-and-partners/>. Acessado em: 11/01/2023).

⁴⁸ Cf. OCDE. *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Paris: OECD Publishing. 2011. p. 43.

⁴⁹ A OCDE defende que a integração de questões ambientais ao modelo de negócios da empresa tem o potencial de promover benefícios econômicos concretos, os quais poderão se manifestar mediante a utilização eficiente de energia e matérias primas e redução de custos operacionais, além de impacto positivo da imagem da companhia perante consumidores e comunidade (Cf. *ibid.* p. 44).

empresas aos direitos humanos consolidados através de convenções internacionais e legislações locais das jurisdições nas quais a sociedade desenvolve sua atividade⁵⁰.

Nesse sentido, não obstante a importância dos direitos em causa, apenas sugeriu-se às companhias a constante verificação, mediante processos de *due diligence*, de impactos negativos que sua atividade, produtos ou serviços comercializados possam causar ou contribuir para uma infração, seja de modo ativo ou omissivo.

Frente a verificação de consequências prejudiciais, a companhia deverá adotar as medidas necessárias para a imediata cessão da prática corrente e de futuras reiterações infracionais. No plano da reparação, a atuação da empresa deverá voltar-se para a integral remediação dos prejuízos legítimos, preferencialmente através de processos baseados no diálogo e comum acordo entre as partes, podendo essas, quando necessário, valerem-se do auxílio de entidades governamentais ou não-governamentais.

Já dentro do escopo da governança corporativa, a OCDE elenca a transparência com elemento chave a ser perseguido, sendo assegurado minimamente pelas companhias aderentes a divulgação periódica e precisa de informações sobre os resultados financeiros e operacionais, estrutura organizacional interna e societária⁵¹, objetivos perseguidos à médio e longo prazo, com indicação dos fatores de risco previsíveis que incidam sob a empresa em tal período.

No contexto do *disclosure*, também se considera importante a divulgação de informações não financeiras⁵² por parte da sociedade comercial.

Além disso, deverão ser observados pelas empresas que atuem em jurisdições aderentes à OCDE condutas de combate à atos ilícitos diretos ou indiretos⁵³ no curso do

⁵⁰ Cf. *ibid.* p. 31.

⁵¹ Com relação à organização interna, incluem-se a divulgação de dados relacionados às auditorias conduzidas pela empresa e sobre a adesão à códigos de conduta internos e/ou externos e procedimentos de *compliance*, bem como sua efetiva execução. Já na seara societária, entende-se como ideal a indicação das relações de grupo da sociedade, caso existentes. Ainda, padrões elevados de *disclosure* contemplam a menção das pessoas naturais ou jurídicas que detém não só participações acionárias significativas, mas também direitos de voto passível de influenciar o processo de tomada de decisões (Cf. *ibid.* p. 47).

⁵² Dentre a gama de informações não financeiras passíveis de veiculação, destacam-se os reportes de impactos ambientais e sociais, se existentes, os quais podem ampliar o conhecimento do público em geral sobre a empresa e acerca de sua interação com tais elementos (Cf. *ibid.* p. 27).

⁵³ Consideram-se diretos os atos cometidos por pessoas vinculadas à empresa (laços laborais, contratuais ou estatutários) e indiretos aqueles perpetuados por partes terceiras (agentes, distribuidores, parceiros de negócios etc.) que eventualmente possam beneficiar a sociedade comercial (Cf. *ibid.* p. 45).

desenvolvimento de sua atividade comercial, tais quais o emprego de corrupção, extorsão ou oferecimento de vantagens indevidas a agentes públicos ou privados para a manutenção ou angariação de negócios e de práticas anticompetitivas com competidores, dentre elas a fixação de preços e fraudes a licitações.

Outrossim, a prática de tal recomendação se verificará mediante a criação de controles internos rígidos, aptos a constatarem tempestivamente a ocorrência de atos que infrinjam a lei e através da promoção periódica de políticas de conscientização e treinamento ético de seus colaboradores, ou seja, mediante meios preventivos.

2. Os fatores *ESG*.

Feita a breve exposição sobre as fontes que contribuíram para a formação e fortalecimento dos fatores *ESG*, imperioso se faz a realização de uma análise de seu conceito e do modo como esses critérios impactam o mercado e direito financeiro nos dias atuais, tanto sob um viés normativo, como também prático.

2.1. *Conceito e formas de aplicação.*

No que tange ao seu conceito, os fatores *ESG* podem ser entendidos como um acrônimo anglófono⁵⁴ que abarca três pontos de interesse, quais sejam critérios ambientais (*environmental*), sociais (*social*) e de governança (*governance*), a serem observados por investidores na construção de suas decisões de investimentos e pelas sociedades comerciais em sua vivência corporativa e atuação empresarial, com o objetivo de desenvolvê-la de modo sustentável.

Por seu turno, as categorias de fatores *ESG* poderão ser utilizadas de forma isolada ou de modo amplo e cumulativo por uma elevada gama de sujeitos conjuntamente classificados como investidores⁵⁵, abrangendo entidades da esfera pública e privada, sejam eles profissionais⁵⁶ ou não.

No contexto público, destacam-se os governos e bancos centrais⁵⁷ emissores de títulos públicos. Já no campo privado, mencionam-se, do modo não exaustivo, os investidores institucionais, como fundos de pensão⁵⁸ e companhias

⁵⁴ Na língua portuguesa utiliza-se o acrônimo “ASG”, igualmente composto por critérios ambiental, social e de governança corporativa.

⁵⁵ Em sentido lato, “*por investidor entende-se todos os potenciais investidores, incluindo os sujeitos que nunca demonstraram qualquer intenção em investir em IFS ou em recorrer aos préstimos dos prestadores de serviços financeiros. Nestes termos, a expressão assume um preenchimento indeterminado e difuso e que se confunde com a locução coloquial de público em geral.*” (CORDEIRO, A. Barreto Menezes. Manual de direito dos valores mobiliários. 2ª ed. atualizada. Coimbra: Almedina, 2019. p. 108.)

⁵⁶ No contexto português, pontua-se que o rol taxativo de sujeitos consideradas como “investidores profissionais” encontra-se no art. 30º/1 do Código de Valores Mobiliários - CVM. Por exclusão, serão entendidos com investidores não profissionais os sujeitos não elencados na referida listagem.

⁵⁷ No contexto europeu, o Banco Central Europeu - BCE e, no contexto nacional, o Banco de Portugal - BP.

⁵⁸ No contexto europeu, a Diretiva (EU) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2016 relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IRPPP), determina no art. 30º que os princípios que guiam as políticas de investimento do fundo de pensão deverão ser publicizados e mencionarem forma como a

(res)seguradoras⁵⁹, ou mesmo Organismos de Investimento Coletivo - OIC⁶⁰, tais quais os fundos de investimento⁶¹, roupagem essa em que a aplicação dos fatores *ESG* é mais visível⁶².

Relevante a menção que a utilização de informações relacionadas aos fatores *ESG* se encontra em constante crescimento, sendo empregada por instituições financeiras em nível global, majoritariamente em mercados financeiros desenvolvidos, como o norte-americano e europeu⁶³. Independentemente das razões para sua utilização serem diversas,

política de investimento tem em conta os fatores ambientais, sociais e de governança corporativa (*ESG*).

⁵⁹ Em Portugal, a atividade (res)seguradora é regulamentada pelo Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora (RJASR), aprovado pela Lei nº 147/2015 de 09 de setembro. A título exemplificativo, os fatores *ESG* poderão ser empregados em estratégias de gestão de riscos e investimento dos recursos das reservas técnicas, provisões e fundos das referidas companhias.

⁶⁰ Sobre a matéria, pontua-se a edição da Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM). Já em Portugal, através da transposição parcial da referida diretiva, os organismos de investimento coletivo são regulados pelo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo - RGOIC, aprovado pela Lei nº 16/2015, de 24 de fevereiro. Conforme disposto no art. 2º/1, alínea “aa” do RGOIC, os organismos de investimento coletivo são “*as instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes*”. Ainda, pontua-se que as unidades de participação em instituições de investimento coletivo são valores mobiliários, nos termos do art. 1º/1, alínea “d” do CVM.

⁶¹ Conforme disposto no art. 5º/1, alínea “a” do RGOIC, a OIC poderá assumir forma contratual de fundo de investimento. Ainda, os aderentes ao fundo são designados “participantes” (art. 9º/1 do RGOIC), os quais são titulares de “unidades de participação”, fração ideal do patrimônio do fundo de investimento sem valor nominal que assegura direitos ao seu titular (art. 7º/1 do RGOIC). Por sua vez, segundo a doutrina especializada, “*os fundos de investimento constituem, de forma simples, um fenómeno de investimento colectivo com um acervo patrimonial com o objetivo de redução do risco da aplicação, ainda que possam existir alguns mais arriscados adaptados ao perfil de maior agressividade de certos investidores*”. (SARAIVA, Rute Neto Cabrita e Gil. Direito dos mercados financeiros: apontamentos. 2ª ed. Lisboa: AAFDL, 2018. p. 231.) No mesmo sentido, “*os fundos de investimento são patrimônios autônomos tipicamente constituídos para permitirem o aforro coletivo segundo um princípio da divisão de riscos. A sua gestão deve ser exercida no interesse exclusivo dos participantes*”. (CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 875.)

⁶² A título ilustrativo, destaca-se que os OIC aumentaram a oferta de produtos de investimento *ESG* através do lançamento de novos fundos de investimento *ESG* e mediante a introdução de elementos *ESG* nas estratégias de investimento de fundos já existentes (Cf. ESMA. *ESMA annual statistical report on performance and costs of retail investment products in the EU – 2022* [ESMA 50-165-1677]. 2022. p. 21).

⁶³ Nesse rumo, um estudo conduzido em 2016 entre 652 instituições de investimento norte americanas e europeias que detêm em conjunto aproximadamente USD 31 trilhões sob gestão revelou que 64% dos investidores europeus, ante 56% de investidores estadunidenses utilizam-se de informações *ESG* na tomada de decisões de investimento. (Cf. SERAFEIM, George. *Why and*

pontua-se a prevalência do entendimento de que tais informações são materialmente relevantes para a elaboração de uma carteira de investimento e sua posterior boa performance financeira.

Por outro lado, também contribuem para a adoção dos fatores *ESG* a (i) crescente demanda dos clientes e demais *stakeholders* das instituições financeiras por sua utilização; (ii) o efeito positivo dos critérios *ESG* na mudança do comportamento do investidor; (iii) a presença dos fatores *ESG* na estratégia do produto de investimento; e, em menor grau, (iv) devido à responsabilidade ética da companhia que emprega referidos critérios⁶⁴.

Ademais, no âmbito de sua aplicação, os fatores *ESG* podem ser utilizados com diferentes enfoques relacionados à análise de riscos aos quais os investidores estão suscetíveis. Através do referido processo, busca-se auferir o prêmio dos riscos tomados (*ESG risk premium*), ou seja, a diferença comparativa entre o retorno financeiro de produtos/estratégias de investimento que observam os fatores *ESG*, de forma individual ou conjunta, e os que ignoram tais fatores⁶⁵. Tal análise permite ao investidor um melhor entendimento do perfil de risco existente e, como consequência, possibilita a estruturação global e balanceada de sua carteira de investimentos.

2.1.1. Política de Investimento ESG

No contexto da persecução do investimento sustentável⁶⁶, destaca-se a possibilidade do emprego dos fatores *ESG* na elaboração e posterior gestão das estratégias e políticas de investimento (*ESG policy risk*), mediante as quais a atuação e tomada de decisões de investimento de uma empresa ou de uma OIC será guiada⁶⁷.

How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. Working Paper n.º. 17-079. Harvard Business School, 2017. p. 9.)

⁶⁴ Cf. *ibid.* p. 12.

⁶⁵ Cf. SHERWOOD, Matthew W.; e POLLARD, Julia. *Responsible investing: an introduction to environmental, social, and governance investments*. 1ª ed. New York: Routledge, 2019. p. 42.

⁶⁶ Sob a perspectiva prática, o investimento sustentável poderá ser entendido como uma estratégia que se utiliza da análise de fatores *ESG* como parte significativa na construção da política de investimento de uma organização para responder aos objetivos duais de seus investidores, quais sejam a objetivos *ESG* e obtenção de retorno financeiro. (Cf. DONOHUE, Dorothy. *Funds' use of ESG integration and sustainable investing strategies: an introduction. Investment Company Institute – ICI. 2020. p. 5.*)

⁶⁷ Ressalta-se que a elaboração e integral observância das diretrizes estipuladas na política de investimentos é um modo de exercício das regras gerais de conduta a serem seguidas pelas organizações de investimento coletivo previstas no RGOIC, nomeadamente a atuação com elevado grau de competência, cuidado e diligência (Cf. Art. 72º-A/1, alínea “c”), bem como

Vale pontuar que a política de investimento se caracteriza como um dos elementos informativos que compõem o prospeto⁶⁸ de uma OIC. Por meio da política de investimentos serão apresentadas ao investidor questões gerais inerentes a sua atividade, sendo informados seus objetivos e a estratégia de investimento com relação às categorias e limites percentuais de ativos que compõem a carteira de investimento (v.g. instrumentos financeiros mobiliários, *commodities*, etc.) e incidência geográfica dos mercados nos quais serão aplicados os recursos da OIC (e.g. nacional, regional ou global).

Por sua vez, a utilização dos fatores *ESG* na construção da política de investimentos, seja ela inerente a uma OIC ou à uma sociedade comercial, poderá ser desenvolvida mediante o emprego isolado ou conjunto de estratégias comumente utilizadas no mercado financeiro, com destaque para a (i) análise de exclusão (*exclusion-based*); (ii) melhor da categoria (*best in class selection*); (iii) investimento temático (*thematic investing*); (iv) investimento de impacto (*impact investing*); e (v) integração *ESG* (*ESG integration*), cujas especificidades serão abaixo exploradas.

Nesse sentido, o método de análise de exclusão, também tratado como *exclusionary screening*, consiste em mecanismo bem difundido entre os investidores. Seu emprego pressupõe a aplicação de critérios objetivos de pesquisa e identificação da

aplicação eficaz de recursos e exercício dos procedimentos necessários ao adequado desempenho das suas funções (Cf. Art. 72º-A/1, alínea “d”).

⁶⁸ O prospeto é, por excelência, o documento informativo endereçado aos investidores em geral. Nesse sentido, “a divulgação do prospeto, trave mestra do princípio da transparência, visa possibilitar a tomada de decisões conscientes e fundadas sobre o conteúdo da proposta” (CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *op. cit.* p. 361). No terreno da União Europeia, o tema é tratado no Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado. Destaca-se no art. 6º/1 do diploma que o prospeto elenará as informações necessárias e relevantes para que os investidores realizem uma avaliação informada sobre o valor mobiliário ofertado. Para tanto, segundo redação do art. 7º/1, visando o auxílio no processo de decisão dos investidores, o prospeto incluirá um sumário, no qual serão apresentadas informações fundamentais para que os investidores compreendam a natureza e os riscos do emissor, do garante e dos valores mobiliários que estão a ser oferecidos ou admitidos à negociação num mercado regulamentado. Já no contexto nacional português, os princípios gerais aplicáveis ao documento estão dispostos no CVM, com destaque para o art. 135º/1 onde é descrito o dever do prospeto de conter informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, que permita ao investidor formar juízo informado e fundamentado sobre o investimento almejado e os direitos que lhe são conferidos através do investimento. O conteúdo exigido do prospeto de uma OIC está descrito no art. 158º do RGOIC. Em termos práticos, são usualmente mencionados no prospeto, além da política de investimento, o (i) risco associado às espécies de investimento promovido pela OIC; (ii) perfil de investidor alvo da OIC; (iii) rentabilidade histórica; (iv) comissões e encargos cobrados pela OIC; (v) condições de subscrição e resgate; (vi) política de distribuição de rendimentos; e (vii) responsáveis pela auditoria externa da OIC.

compatibilidade entre o ativo que poderá ser objeto de investimento e os princípios e objetivos previstos na política de investimento empresarial, no caso em discussão, estando também em linha com fatores *ESG*. Destaca-se que a execução exitosa da metodologia *exclusion-based* depende da existência de informações não financeiras e sobre sustentabilidade com elevado grau de qualidade⁶⁹ para verificação do respeito aos parâmetros *ESG*.

Não obstante as ferramentas de seleção de investimento serem em sua absoluta maioria proprietárias⁷⁰, a verificação poderá ser realizada através de procedimentos menos onerosos, tais quais a verificação de potenciais *headline risks*⁷¹. Contudo, destaca-se a fragilidade desse mecanismo, visto que poderá ser afetado por informações veiculadas pela mídia e/ou investigações que, após aprofundamento probatório, demonstrem-se insubsistentes.

Além disso, merece nota o método de seleção de investimento *best-in-class*. Diametralmente oposto ao *exclusionary screening*, a estratégia consiste na opção por investimento em setores econômicos ou ações de sociedades comerciais com os melhores índices de desempenho, ou com tendência crescente da melhoria da performance e gestão de fatores *ESG*, quando analisado comparativamente em determinado segmento econômico ou com seus pares⁷². Referido método também é conhecido como *positive selection* e *inclusionary screening*.

Alternativamente, a aplicação dos fatores *ESG* na política de investimentos poderá ser realizada através de investimentos temáticos (*ESG focus* ou *thematic*) ou de impacto

⁶⁹ A título comparativo, o CVM determina em seu artigo 7º/1, que as informações relativas à instrumentos financeiros deverão ser completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas.

⁷⁰ São classificadas como proprietárias as informações e ferramentas desenvolvidas pela empresa que possuem valor comercial e/ou competitivo na atividade por ela executada, motivo pelo qual são mantidas em sigilo. No contexto da seleção de investimentos, a OIC poderá empregar ferramentas, algoritmos e modelos matemáticos de análise de risco e potencial de retorno dos investimentos.

⁷¹ Tal técnica de montagem de portfólio é sobretudo em método de exame de risco reputacional. Nele, verifica-se a existência de notícias e/ou informações amplamente difundidas sobre a atuação da sociedade comercial no campo *ESG* que sejam negativas e que, por consequência, poderão prejudicar a performance do investimento realizado (v.g. saída de investidores de uma OIC, redução do valor da ação de uma companhia listada etc.). Assim, é realizada a supressão de investimentos que possam gerar um risco reputacional e financeiro ao investidor. Sobre outra ótica, também poderá ser averiguado se eventuais práticas deficientes no contexto *ESG* poderão ensejar *headline risks*. (Cf. SHERWOOD, Matthew W. e POLLARD, Julia. *op. cit.* p. 37.)

⁷² Cf. OCDE. *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*. Paris: *OECD Publishing*, 2017. p. 37.

(*ESG impact*)⁷³. A primeira visa a alocação de recursos em investimentos voltados a um ou mais temas com conexão *ESG*⁷⁴. Por seu turno, a estratégia de impacto⁷⁵ almeja que o investimento realizado gere não só o retorno financeiro como também um efeito positivo na seara *ESG*⁷⁶ passível de reporte e mensuração, seja tal impacto tratado de modo geral, que beneficie a coletividade em alçada global, ou focado em determinada área geográfica ou grupo social. Para que seja possível a avaliação do real impacto gerado pelo investimento, o investidor deverá valer-se de uma análise de causa e efeito.

Por fim, também poderá ser empregada a estratégia de integração de riscos *ESG* (*ESG Integration*) em todo o processo de construção e gestão da política de investimentos. Tal estratégia destaca-se pelo uso sistemático de pesquisa e informações relacionadas a temática *ESG* na construção do portfólio, não atrelada exclusivamente à critérios restritivos, tais quais o de exclusão automática ou escolha obrigatória dos ativos com melhor performance *ESG*. Dessa forma, em regra, a análise de questões *ESG* não é exclusiva ou mesmo dominante no contexto da estratégia global de investimento, sendo essa integrada à outras questões de natureza não *ESG* que compõem a política de investimento da empresa.

⁷³ Cf. HAYAT, Usman e ORSAGH, Matt. *Environmental, social and governance issues in investing: a guide for investment professionals*. CFA Institute, 2015. p. 24.

⁷⁴ Um exemplo clássico de investimento temático é o financiamento de projetos de pesquisa desenvolvimento de energias renováveis, tais quais usinas de geração de energia por fontes eólica e solar, projetos esses que possuem relação umbilical com o fator ambiental. Ainda, a título exemplificativo, a construção de um portfólio de investimentos com temática ambiental poderá focar a alocação de recursos em companhias que desenvolvam tecnologias e aplicação de processos voltados à redução de emissão de gás carbônico.

⁷⁵ Através de relatório anual de monitoramento de risco divulgado em 05 de abril de 2022, a ESMA concluiu que dos aproximadamente 2.000 fundos de investimento em operação na União Europeia que empregaram estratégias *ESG* analisados ao final de 2020, quase 40% (aproximadamente 800) utilizavam-se da estratégia de investimento de impacto *ESG*, sendo que no período analisado tais fundos registraram uma performance superior em termos de rendimento bruto e líquido quando comparados aos fundos que empregaram outras estratégias de investimento *ESG* (Cf. ESMA. *ESMA annual statistical report on performance and costs of retail investment products in the EU – 2022* [ESMA 50-165-1677]. 2022. p. 24).

⁷⁶ Reputa-se que o *impact investing* pode ser dividido em seis subcategorias de impacto: (i) impacto ambiental; (ii) financiamento à minorias e mulheres; (iii) redução da pobreza; (iv) desenvolvimento de infraestrutura social (v.g. saúde, educação e saneamento); (v) financiamento à pequenas e médias empresas; e (vi) financiamento ao desenvolvimento regional. (Cf. BARBER, Brad M.; MORSE, Adair; e YASUDA, Ayako. *Impact Investing*. In *Journal of Financial Economics*, Vol. 139, n°. 1, 2021, Elsevier. p. 171.)

Nesse sentido, são indícios da aplicação da estratégia de integração *ESG*⁷⁷ a (i) designação de um setor específico para a supervisão da matéria *ESG*; (ii) alocação de recursos consideráveis para a avaliação de considerações *ESG*; (iii) elaboração de políticas explícitas visando a (a) exclusão de empresas que possuem baixa performance *ESG* e (b) fomento à melhora do desempenho de sociedades comerciais com baixos índices *ESG*, mas potencial de melhora; e (iv) utilização de ferramentas para pesquisa e avaliação qualitativa da performance *ESG* do potencial objeto de investimento.

Dada sua abordagem global, flexível e integrativa, pontua-se que a integração *ESG* foi reputada como o método mais difundido em políticas de investimentos que contemplem fatores *ESG*⁷⁸ no cenário mundial.

2.1.2. Classificação, Índices e Performance ESG

Depreende-se do tópico anterior que a colheita e avaliação de informações sobre questões da integração de critérios *ESG* à produtos financeiros ou em práticas de empresariais é um ponto primordial para a correta e efetiva execução de estratégias de investimento alinhadas com os fatores *ESG*. Tal processo apresenta-se como complexo e custoso, de modo que o desenvolvimento de plataformas e modelos proprietários de análise pode revelar-se como impeditivo para investidores singulares e/ou coletivos de pequeno e médio porte⁷⁹.

Nessa direção, as agências de classificação (*rating*) e índices de referência (*indexes*)⁸⁰ apresentam-se como agentes e ferramentas do mercado financeiro que visam

⁷⁷ Cf. OCDE. *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*. Paris: *OECD Publishing*, 2020. p. 22/23.

⁷⁸ Referida conclusão se embasa em pesquisa conduzida no ano de 2015 entre companhias aderentes aos *UN PRI* (Cf. HAYAT, Usman; e ORSAGH, Matt. *op. cit.* p. 28). Além disso, em pesquisa comissionada pelo banco BNP Paribas, realizada entre os meses de abril e maio de 2021 junto à 356 investidores institucionais de 19 países cujos ativos sob gestão são estimados em USD 11.3 trilhões, apontou que a estratégia de integração *ESG* é empregada por 75% deles, seguida pela estratégia do *negative screening* (56%), investimento de temático (38%) e de impacto (36%) e *best in class* (30%). (Cf. BNP Paribas. *The ESG Global Survey 2021*. p. 15.)

⁷⁹ Uma pesquisa realizada em 2021 apontou que 42% dos gestores de ativos com mais de USD 50 bn. utilizam-se de métodos proprietários de análise e pesquisa *ESG*, comparado à 28% dos gestores de ativos com menos de USD 10bi. (Cf. BNP Paribas. *Op. cit.* p. 35.)

⁸⁰ As agências de classificação fornecem avaliações sobre emissores de capitais ou dívidas (*equity and debt issuers*) baseados em informações por eles divulgados que forneçam de modo explícito ou implícito métricas e dados que permitam a conferência de uma nota/classificação relacionada a diversos fatores (*ESG*, solvência, risco de crédito etc.). Já os fornecedores de índices caracterizam-se como agências compiladoras dos referidos *ratings* em um índice que destaca os melhores e piores avaliados em determinado quesito (Cf. OCDE. *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*. p. 24). A título informativo, a Bloomberg,

auxiliar os investidores na obtenção e interpretação de informações relacionadas aos fatores *ESG*, objetivando a identificação de riscos e oportunidades a serem considerados na construção e gestão de um portfólio de investimentos.

Importante a menção que, a despeito das agências de *rating* utilizarem majoritariamente informações publicamente divulgadas⁸¹ ao mercado por parte das sociedades comerciais, tais companhias empregam métodos proprietários que utilizam diferentes elementos qualitativos no processo de análise e avaliação dos dados coletados sobre *ESG* e sustentabilidade.

Visando balizar a matéria, são considerados como elementos comuns passíveis de serem avaliados⁸² (i) com relação ao fator ambiental, a utilização de recursos naturais, eficiência energética e emissões de gás carbônico e substâncias poluentes pela empresa; (ii) no que tange ao fator social, questões inerentes à saúde, diversidade e respeito à direitos humanos no quadro laboral da companhia e de seus fornecedores, bem como o relacionamento com sindicatos obreiros e comunidade; e (iii) quanto ao fator da governança da sociedade, a independência dos órgãos estatutários de controle e fiscalização, direitos concedidos aos acionistas, ética e transparência corporativa.

Por oportuno, merece menção uma crítica realizada às agências de classificação e índices no que tange ao campo de avaliação *ESG*. Não obstante o consenso de que as metodologias empregadas ainda se encontram em processo de desenvolvimento, pontua-se que as decisões finais do *rating* emitidas pelas agências podem variar significativamente, mesmo que tenham partido da análise de informações semelhantes⁸³.

Isso se dá em virtude das diferenças valorativas nos modelos empregados por cada agência, os quais não possuem grau de transparência elevado, contribuindo, desse modo,

Thomson Reuters, FTSE, MSCI e Sustainalytics são considerados como os mais relevantes fornecedores de índices de referência *ESG* do mercado financeiro (Cf. HILL, John. *op. cit.* p. 109).

⁸¹ Sobre o assunto, cabe a ressalva de que “o juízo de notação de risco toma por base a informação disponível, que é analisada sob a perspectiva de risco de crédito; contrariamente aos auditores, não se mostra exigível que a sociedade de *rating* verifique ou assegure a confiabilidade da informação disponível sobre a entidade avaliada.” (CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 331/332.)

⁸² Cf. BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert. *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: *OECD Publishing*, 2020. p. 21.

⁸³ Cf. BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert. *op. cit.* p. 27.

para questionamentos sobre a consistência, coerência e precisão das classificações auferidas.

Soma-se a reprimenda supramencionada o fato de que os regimes de divulgação de informações relacionadas aos fatores *ESG* e sustentabilidade não são uníssomos em nível internacional, variando significativamente quanto à profundidade e qualidade dos dados disponibilizados a depender da jurisdição a qual as sociedades estejam submetidas, fato que dificulta ainda mais a conferência de classificações corretas e posterior comparação através dos índices.

Visando mitigar a problemática em questão, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados – ESMA⁸⁴ manifestou-se em 18 de julho de 2019 mediante a emissão do relatório final ESMA 33-9-320, o qual contém orientações sobre requisitos de divulgação aplicáveis a classificação de risco de crédito.

Oponível às agências de classificação de risco registradas junto à ESMA, as orientações emitidas visam, em síntese, a harmonização e majoração da consistência do conteúdo das publicações e comunicados de imprensa por elas emitidos, bem como a aumentar a transparência acerca de como e em qual nível os fatores *ESG* são considerados no processo de classificação de crédito.

Para tanto, a ESMA orienta⁸⁵ que, na hipótese de fatores *ESG* serem elementos determinantes para a mudança de uma classificação de risco de crédito ou ao menos para modificação da perspectiva de alteração de nota de crédito, o comunicado de imprensa ou relatório de classificação da agência seja acompanhado, entre outros elementos, de (i) identificação dos principais elementos *ESG* que motivaram a alteração da classificação de crédito e (ii) esclarecimento sobre a razão pela qual tais fatores *ESG* foram relevantes para modificação da classificação de risco ou perspectiva no contexto das metodologias ou modelos utilizados pela agência.

⁸⁴ A ESMA é uma autoridade europeia descentralizada e independente, criada em 2011 e composta por autoridades nacionais responsáveis pelos mercados de valores mobiliários em cada país da União Europeia. O objetivo da autoridade é a promoção da estabilidade financeira e o bom funcionamento dos mercados financeiros no ambiente comunitário visando a proteção dos investidores (Disponível em: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_en. Acessado em 13/04/2023).

⁸⁵ Cf. ESMA. 33-9-320. *Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*. p. 26.

Em adição, relevante mencionar-se que as companhias que apresentam elevados índices de adequação aos fatores *ESG* em sua cultura empresarial e nas suas práticas e estratégias comerciais poderão ser recompensadas com o aumento de sua performance financeira⁸⁶ e com a conseqüente majoração do valor de suas ações negociadas em mercados regulamentados⁸⁷ (*company valuation*).

Nessa direção, o emprego de parâmetros ambientais possui o condão de reduzir riscos trazidos por situações externas negativas⁸⁸ (*externalities*) que possam impactar a companhia, em particular as empresas mais expostas à riscos climáticos, assim como otimizar sua performance em decorrência de ganhos com métodos mais eficientes de utilização de matérias prima e recursos de produção.

Ademais, a implementação de políticas de prevenção de acidentes ambientais mitigaria a exposição da sociedade comercial não só à litígios e reparações indenizatórias⁸⁹, como também a perdas reputacionais perante seus *stakeholders*.

Além disso, salienta-se que a utilização de fatores *ESG*, em especial critérios rígidos de governança corporativa, poderá impactar positivamente a performance da sociedade comercial através da redução do custo de endividamento⁹⁰.

⁸⁶ Nesse sentido, pesquisa realizada em 2021 constatou que a temática *ESG* é considerada central para 21% dos investidores institucionais participantes. (Cf. BNP Paribas. *op. cit.* p. 12.)

⁸⁷ Sobre o assunto, destaca-se que “(...) *por mercado financeiro (mobiliário) entende-se o local, numa aceção desmaterializada, onde se transacionam valores mobiliários, instrumentos derivados e instrumentos do mercado monetário com exceção dos meios de pagamento - moeda.*” (CORDEIRO, A. Barreto Menezes. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 116). Por oportuno, destaca-se que o termo “mercado regulamentado” foi definido no art. 4º/1, inciso 21 da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros como “*um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular (...)*”.

⁸⁸ Cf. BAUER, Rob e HANN, Daniel. *Corporate Environmental Management and Credit Risk*. 2010. p. 4.

⁸⁹ A título exemplificativo, a *BP PLC*. firmou acordo com o Departamento de Justiça dos Estados Unidos em outubro de 2015 no qual comprometeu-se a pagar multa de USD 18.7 bi. visando o encerramento de várias ações cíveis e criminais relacionadas à acidente ambiental envolvendo a plataforma de extração de petróleo *Deepwater Horizon* que resultou na morte de 11 funcionários e no derramamento de petróleo do Golfo do México em abril de 2010. (Disponível em: <https://www.justice.gov/opa/pr/us-and-five-gulf-states-reach-historic-settlement-bp-resolve-civil-lawsuit-over-deepwater>. Acessado em: 15/04/2023)

⁹⁰ São consideradas como formas de endividamento o acesso à empréstimos e financiamento fornecidos por instituições financeiras, além da emissão de obrigações pela sociedade comercial.

Reputa-se que certas medidas, tais como a divulgação de informações de alta qualidade, não concentração de posições no conselho de administração em poucos grupos de interesse e participação ativa dos acionistas no processo decisório (*shareholder engagement*⁹¹) possuem a capacidade de evidenciar o baixo risco de governança interna enfrentado pela sociedade comercial no longo prazo. Isso ocorre, pois, tais práticas reduzem a assimetria informativa⁹² entre as partes interessadas (*e.g.* credores e investidores) e a empresa, bem como limitam a probabilidade da atuação desleal de seus administradores, caracterizada pela tomada de decisões que apenas lhes beneficiam, mas são contrárias ao interesse coletivo da companhia e, por consequência, dos seus acionistas⁹³.

Todavia, importante destacar que o engajamento dos acionistas no dia a dia da empresa não pode ser confundido com a intervenção (*intervention*) excessiva na forma como a sociedade comercial é administrada. Destaca-se que a intervenção deverá ocorrer apenas em situações excepcionais⁹⁴, onde será demandado pelos acionistas a alteração de políticas ou estratégias da companhia para evitar a ocorrência de perdas financeiras ou aproveitar oportunidades de negócio.

Em contraponto, menciona-se a existência de corrente minoritária e anacrônica que defende a hipótese de que o emprego dos fatores *ESG* poderá, contrariamente ao

De forma ilustrativa, pontua-se que em 2010, após o acidente envolvendo a plataforma *Deepwater Horizon*, o prêmio de risco de obrigações da BP P.L.C com prazo de maturidade de 10 anos cresceu exponencialmente quando comparado com obrigações de mesmo prazo de maturidade emitidas por outras empresas de mesmo porte atuantes no setor de óleo e gás, fato que demonstra os impactos negativos da não adoção de práticas *ESG* na performance econômica da companhia. (Cf. CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. *From the Stockholders to the Stakeholders: How Sustainability Can Drive Financial Performance*. 2015. p. 23).

⁹¹ Também mencionada como *active ownership*, tal prática caracteriza-se pelo monitoramento contínuo do comportamento corporativo da empresa e da busca pela implementação ou melhoria das métricas *ESG* através soluções dialogadas com os administradores da sociedade comercial, bem como do exercício efetivo dos direitos concedidos aos acionistas, tais quais a participação ativa nas deliberações ordinárias e extraordinárias que sejam discutidas em sede colegiada, tais como as assembleias gerais (Cf. FULTON, Mark; KAHN, Bruce e SHARPLES, Camilla. *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*. Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG, 2012. p. 68). Rememora-se que o fomento à “*active ownership*” inclusive faz parte do segundo princípio do *UN PRI*.

⁹² A assimetria informativa ocorre quando uma das partes envolvidas em uma transação comercial/econômica detêm um conhecimento sobre informações materiais muito maior que a contraparte.

⁹³ Cf. CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; e VIEHS, Michael. *op. cit.* p. 24.

⁹⁴ Cf. WINTER, Jaap. *Shareholder engagement and stewardship: the realities and illusions of institutional share ownership*. University of Amsterdam. Duisenberg School of Finance, 2011. p. 12.

acima exposto, ocasionar o decréscimo do *valuation* da empresa⁹⁵. Tal corrente sustenta que a integração de fatores *ESG* demandaria custos de preparação e implementação alheios ao objeto social da sociedade comercial. Em segundo momento, defendem que a divulgação de informações relativas à sustentabilidade acarretaria a revelação de informações sensíveis e exporiam a empresa à demandas para a crescente melhora das métricas *ESG*, ocasionando a destinação de resultados dos acionistas para *stakeholders* não acionistas.

Dessa maneira, expostos os pontos nos quais os parâmetros *ESG*, em especial a governança corporativa, impactam positivamente a performance da empresa, destaca-se que a agregação de valor à companhia que os aplicam verifica-se no médio e longo prazo, fato que ressalta o potencial confronto entre essa visão e uma estratégia de lucratividade imediatista (*short-termism*)⁹⁶.

Por esse motivo, tais considerações são empregados na construção de decisões de investimento, em maior grau, por investidores institucionais, os quais possuem uma visão realçada de *corporate governance*⁹⁷ e *stewardship*⁹⁸, ao invés de investidores especulativos, como os *hedge funds*⁹⁹.

⁹⁵ Cf. IOANNOU, Ioannis, e SERAFEIM, George. *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*. In *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Psychological and Organizational Perspectives*. Oxford: Oxford University Press, 2019. p. 466.

⁹⁶ Destaca-se que “os investidores de curto prazo preocupam-se em apostar no sentimento do mercado dos investidores, antecipando a sua psicologia coletiva e abdicando de qualquer preocupação com a valorização a longo prazo da empresa. O comportamento dos especuladores, facilitado, no limite, pelo crescente *high frequency trading*, tem aumentado o desalinhamento entre o período de investimento e os interesses das sociedades.” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de governo das sociedades. Coimbra: Almedina, 2017. p. 21.)

⁹⁷ Sem prejuízo da análise em capítulo próprio, antecipa-se que “o sistema de governação societária ou *corporate governance* é o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima (aberta) deve respeitar no exercício da respectiva atividade – no seu relacionamento interno com os demais órgãos sociais e acionistas e na relação com terceiros (...) e que se caracteriza por regras que visam tornar transparente a administração da sociedade (...).” (CUNHA, Paulo Olavo. *Op. cit.* p. 574.)

⁹⁸ A *stewardship* é uma variante do *shareholder engagement* na qual o engajamento do acionista, geralmente um investidor institucional, busca reformas estruturais na empresa que ocasionarão um retorno financeiro a longo prazo, realçando o compromisso contínuo de tal acionista para com o desenvolvimento sustentável da companhia investida (Cf. WINTER, Jaap. *op. cit.* p. 13). O *Financial Reporting Council - FRC* do Reino Unido entende a *stewardship* como a alocação, gestão e supervisão responsável de capital financeiro visando, diretamente, a criação sustentável de valor a longo prazo para a empresa e seus beneficiários e, indiretamente, de benefícios para a economia, meio ambiente e comunidade. (Cf. FRC. *2020 UK Stewardship Code*. p. 4.)

⁹⁹ Com relação ao tema, “os *hedge funds* têm como finalidade genérica a obtenção de retorno absoluto do investimento, o que frequentemente tem subjacente uma perspectiva de curto prazo.” (CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 929.)

2.2. *Influência legal e normativa*

A crescente importância e aplicação dos fatores *ESG* por investidores e demais agentes do mercado financeiro de modo autônomo e não padronizado, não obstante o esforço de entidades internacionais mediante a edição de atos quase normativos, trouxe à tona a urgente necessidade de sua regulação e codificação, buscando a estipulação de critérios uniformes e vinculativos aplicáveis à matéria. Tal atividade legislativa é observada em jurisdições tanto do sistema jurídico consuetudinário (*common law*) quanto do civil (*civil law*).

2.2.1. *Influência no Direito Comparado*

No cenário estadunidense, identifica-se que a *U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*¹⁰⁰, no uso de suas atribuições de órgão regulador do mercado de valores mobiliários, apresentou propostas relacionadas à matéria *ESG* no mercado financeiro mais desenvolvido e vultoso do globo terrestre.

Nessa seara, vale menção à Proposta *SEC* nº 33-11042¹⁰¹, que propõe emendas ao *Securities Act* de 1933 e ao *Securities Exchange Act* de 1934, visando introduzir melhorias e padronização do sistema de divulgações de informações relacionadas ao clima pelas companhias emissores de valores mobiliários aos investidores.

Por meio do breve exame da proposta supramencionada, identifica-se que o foco central da norma¹⁰² é a divulgação pelo emissor de valores mobiliários de quaisquer riscos relacionados ao clima, ou seja, eventos climáticos físicos ou de transição¹⁰³, iminentes ou

¹⁰⁰ A *SEC* é uma agência federal estadunidense criada por meio do art. 4º do *Securities Exchange Act* de 1934. Dentre o escopo de atribuições do órgão, destaca-se a aplicação das leis federais relacionadas à valores mobiliários, com destaque para a supervisão de agências de *rating* de crédito e mercados regulamentados de negociação de valores mobiliários, bem como a revisão das demonstrações financeiras e divulgações realizadas pelas empresas listadas em mercados regulamentados. (Disponível em: <https://www.sec.gov/strategic-plan/about>. Acessado em 13/05/2023)

¹⁰¹ *SEC. Proposed Rule No. 33-11042. The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors* de 21/03/2022.

¹⁰² Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11042*. p. 56.

¹⁰³ O regulador estadunidense detalhou que os riscos físicos abarcam os eventos “agudos”, quais sejam eventos climáticos extremos verificáveis no curto prazo, e eventos “crônicos”, sendo esses relativos a padrões climáticos passíveis de serem observados a longo prazo. Por seu turno, os riscos de transição estão ligados a impactos negativos na esfera regulatória, tecnológica e mercadológica que a adaptação aos riscos climáticos poderá acarretar (Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11042*. p. 58.)

potenciais, que razoavelmente poderão ter impactos negativos materiais¹⁰⁴ em suas estratégias/modelo de negócio, operações comerciais¹⁰⁵, planejamento financeiro e alocação de recursos.

Além disso, a *SEC* sugeriu que o dever de divulgação se estenda ao nível da administração da sociedade comercial emissora de valores mobiliários, possibilitando o acompanhamento do modo com o qual os riscos relacionados ao clima são endereçados pelos administradores e conselheiros. Nesse sentido, a divulgação deverá listar os comitês ou membros do conselho de administração incumbidos da tarefa de supervisão de tais riscos, sendo esclarecido se tais indivíduos possuem experiência ou capacitação técnica para tanto e a frequência com a qual se reúnem para discutir a matéria¹⁰⁶.

Ainda nesse espectro, em prol da transparência perante o acionista, o regulador estadunidense propôs que seja esclarecida a metodologia empregada pelo conselho de administração para a definição e acompanhamento do progresso das metas e objetivos relativos aos riscos climáticos que incidem sobre a sociedade comercial¹⁰⁷.

Em adição, propõem-se que as companhias sujeitas à proposta divulguem ao mercado um descritivo dos processos empregados para a identificação, avaliação e gestão dos riscos de natureza climática, sendo esclarecido se tais procedimentos estão inseridos em seu sistema geral de gestão de riscos¹⁰⁸.

Sob um ponto de vista operacional, a *SEC* pontuou que as informações relacionadas ao clima deverão ser apresentadas pelos emissores de valores mobiliários, sejam eles domésticos ou estrangeiros, nos formulários de registro e nas declarações

¹⁰⁴ O conceito de informação material foi cristalizado no direito consuetudinário pela suprema corte estadunidense em casos paradigmas, sendo a informação substancialmente passível de ser considerada pelo investidor médio como importante no momento da tomada de decisão de investimento (compra ou venda de ações) e exercício do direito de voto pelo acionista (Cf. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 [1988])). Ainda, uma informação não divulgada pela companhia será considerada material quando passível de alterar a visão do investidor/acionista acerca das demais informações disponibilizadas pela companhia (Cf. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 [1977]).

¹⁰⁵ Importante a nota de que o escopo de impacto perseguido pela norma é amplo, buscando uma análise global dos riscos enfrentados pelo emissor de valores mobiliários. Assim, contemplará não só as próprias operações do emissor, mas também de outras partes que compõem sua cadeia de fornecedores e distribuidores, seja no sentido *upstream* (e.g. produtores de componentes/fases iniciais do produto ou serviço do emissor) ou *downstream* (v.g. responsáveis pelo processamento final do produto e entrega ao destinatário final) (Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11042*. p. 57.)

¹⁰⁶ Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11042*. p. 94.

¹⁰⁷ Cf. *ibid.* p. 95.

¹⁰⁸ Cf. *ibid.* p. 100.

anualmente emitidas. Destacou-se que referidos dados deverão ser apostos em capítulo apartado, denominado *Climate-Related Disclosure*¹⁰⁹, para que sua revisão pelos investidores, juntamente com as demais informações financeiras e não financeiras seja facilitada.

Em continuidade, houve a emissão da Proposta SEC nº 33-11068¹¹⁰, onde sugeriu-se a alteração do *Investment Advisers Act* de 1940 e do *Investment Company Act* de 1940 buscando a introdução de deveres adicionais de divulgação por parte de consultores de investimento e de fundos de investimento¹¹¹ com relação às práticas de investimento ESG por eles adotadas com impactos nos seus clientes e quotistas.

Em sede inicial, a SEC justificou que a padronização das divulgações de estratégias de investimento ESG objeto da proposta consiste em ferramenta apta a majorar a transparência do mercado financeiro, auxiliando os investidores na tomada de decisões informadas, mediante a comparação das opções de investimento disponíveis¹¹² e verificação se tais estratégias estão alinhadas com seus valores e prioridades.

Ainda, entende-se que o dever de informação sugerido reduzirá o risco de fundos de investimento e consultores de investimento anunciarem de modo inverídico que empregam estratégias ESG em sua atividade para a captação de clientes¹¹³.

Ante o exposto, propõe-se ao nível dos fundos de investimento a divulgação no prospecto e demais documentos de veiculação anual aos investidores de dados sobre a implementação de fatores ESG na estratégia e seleção de investimentos. Relevante a ressalva de que a carga de transparência variará a depender da tipologia de investimento empregada pelo fundo e ao peso dos fatores ESG em sua política de investimento global¹¹⁴. Enquanto, os *ESG Focus Funds* e *Impact Funds*¹¹⁵ deverão fornecer

¹⁰⁹ Cf. *ibid.* p. 51.

¹¹⁰ SEC. Proposed Rule No. 33-11068. *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices* de 25/05/2022.

¹¹¹ Com relação aos fundos de investimento, a esfera de aplicação da Proposta SEC nº 33-11068 restringe-se (i) aos que se descrevem como *ESG Focus Funds* e *Impact Funds*, bem como (ii) aos que se utilizam da “Integração ESG” como parte da estratégia de seleção de investimentos (Cf. SEC. Proposed Rule No. 33-11068. p. 21.)

¹¹² Cf. SEC. Proposed Rule No. 33-11068. p. 19.

¹¹³ Cf. *ibid.* p. 17.

¹¹⁴ Cf. *ibid.* p. 24.

¹¹⁵ Exemplificativamente, sugere-se que os *Impact Funds* divulguem dados quantitativos e qualitativos sobre como é mensurado o progresso do impacto buscado pelo fundo, o tempo para

informações mais detalhadas, aos *Integration Funds* é exigida apenas a divulgação de informações chave.

Já ao nível dos consultores de investimento, sugere-se a complementação das brochuras¹¹⁶ disponibilizadas aos seus clientes e potenciais clientes com informação sobre a consideração, ou não, de fatores *ESG* no âmbito do serviço de aconselhamento financeiro prestado. Em caso afirmativo, sugere-se que haja o detalhamento do modo com o qual um ou alguns dos fatores *ESG* são incorporadas no aconselhamento de investimentos¹¹⁷.

No contexto lusófono, observa-se que a temática *ESG* foi incorporada na legislação brasileira. Não obstante inexistir uma lei ordinária que verse sobre a matéria, as autoridades de supervisão do setor financeiro brasileiro, dentro do exercício de seu poder regulatório e de fiscalização, manifestaram-se assertivamente sobre a questão.

Com relação ao setor bancário, o Conselho Monetário Nacional – CMN¹¹⁸ emitiu a Resolução nº 4.943/2021, onde dispõe-se sobre alterações às regras concernentes a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações.

Através do referido ato normativo, inseriu-se no escopo de obrigações de gerenciamento de riscos das instituições financeiras a avaliação de potenciais riscos associados aos fatores *ESG*, sendo eles (i) sociais, definidos como “a possibilidade de ocorrência de perdas para a instituição ocasionadas por eventos associados à violação de direitos e garantias fundamentais ou a atos lesivos à interesse comum” (art. 38º-A) (ii) ambientais, conceituados como a “possibilidade de ocorrência de perdas para a instituição ocasionadas por eventos associados à degradação do meio ambiente, incluindo o uso

a sua conclusão e a relação entre o impacto pretendido e o retorno financeiro projetado. (Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11068*, p. 35 e 74.)

¹¹⁶ A brochura do consultor financeiro é um material informativo elaborado para fornecer uma narrativa clara e objetiva descrevendo suas práticas de negócio, serviços ofertados, taxas e remuneração, métodos de análise e estratégias de investimento, conflitos de interesse, histórico disciplinar e outras informações relevantes para auxiliar os clientes e potenciais clientes no processo de contratação ou não de tal consultor. (Cf. *SEC. Final Rule No. IA-3060. Amendments to Form ADV. Brochure Adopting Release*, p. 9.)

¹¹⁷ Cf. *SEC. Proposed Rule No. 33-11068*, p. 130.

¹¹⁸ O CMN é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional do Brasil, criado pelo art. 2º da Lei nº 4.595/1964. Segundo apontado no art. 3º da Lei, as políticas adotadas pelo CMN objetivarão a formulação e coordenação de políticas monetárias, creditícia e orçamentária, bem como propiciar o aperfeiçoamento das instituições e instrumentos financeiros, fato que no plano concreto ocorrerá através da edição de resoluções.

excessivo de recursos naturais” (art. 38º-B); e (iii) climáticos de transição, entendidos como “possibilidade de ocorrência de perdas para a instituição ocasionadas por eventos associados ao processo de transição para uma economia de baixo carbono” (art. 38º-C), bem como a previsão de políticas, estratégias e procedimentos para a mitigação dos referidos riscos.

Ademais, houve a emissão por parte do CMN da Resolução nº 4.945/2021, a qual versa sobre a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua efetividade. Para tanto, a PRSAC deverá contemplar o “conjunto de princípios e diretrizes de natureza social, de natureza ambiental e de natureza climática a ser observado pela instituição na condução dos seus negócios, das suas atividades e dos seus processos, bem como na sua relação com as partes interessadas” (art. 3º) e ser unificada para todo as instituições que integrem o mesmo conglomerado econômico.

Outrossim, caberá a instituição financeira a divulgação da PRSAC ao público através de seu sítio eletrônico (art. 10º). Por fim, a resolução prevê a criação, obrigatória ou facultativa, a depender do porte e complexidade das operações da instituição, de comitê de responsabilidade social, ambiental e climática, o qual será vinculado ao conselho de administração (art. 6º).

No mais, o Banco Central do Brasil – BCB¹¹⁹ editou a Resolução nº 139/2021, que versa sobre a divulgação, com periodicidade anual do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (Relatório GRSAC), de modo a elucidar questões operacionais relativas às obrigações de gerenciamento de riscos *ESG* incluídas pela Resolução CMN nº 4.943/2021.

Por seu turno, no que tange à atividade (res)seguradora, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP¹²⁰ emitiu a Circular nº 666/2022, que dispõe sobre requisitos de sustentabilidade, a serem observados pelas sociedades seguradoras, entidades abertas

¹¹⁹ O BCB é uma autarquia federal criada pelo art. 8º da Lei nº 4.595/1964, competindo-lhe, conforme disposto no art. 9º da referida norma, o cumprimento e fiscalização da aplicação das normas expedidas pelo CMN, além do exercício de atribuições privativas atribuídas pela legislação (cf. art. 10 da Lei nº 4.595/1964).

¹²⁰ A SUSEP é uma entidade autárquica criada por meio do art. 35 do Decreto-Lei nº 73/1966. Ao órgão, na qualidade de executora da política traçada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, incumbe o dever de fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operações das sociedades seguradoras e resseguradoras autorizadas a operar no Brasil.

de previdência complementar, sociedades de capitalização e resseguradores locais. Nesse sentido, incumbirá às referidas supervisionadas a elaboração e divulgação pública de estudo de materialidade de riscos climáticos, ambientais e sociais, conjuntamente designados como “riscos de sustentabilidade” (art. 2º, inciso VI).

Segundo frisado pela SUSEP, tal estudo visa a identificação, avaliação e classificação, por níveis de materialidade, dos riscos de sustentabilidade passíveis de impactar suas operações, afetar a demanda por seus produtos/serviços ou resultar em flutuações desfavoráveis no valor de seus ativos/passivos, levando em consideração as características de suas atividades, operações, produtos, serviços, clientes, fornecedores e prestadores de serviços (art. 2º, parágrafo único e art. 3º, §1º).

2.2.2. Influência no Direito da União Europeia

Em que pese o constante desenvolvimento da temática em diversos países, seja de forma mais robusta ou incipiente, a experiência de maior amplitude e êxito quanto à criação de um arcabouço jurídico que realça deveres de transparência e informações sobre o tema *ESG* constatou-se no território da União Europeia¹²¹, o qual será objeto de análise.

2.2.2.1. Considerações sobre os atos normativos da União Europeia

Para o completo entendimento dos efeitos dos fatores *ESG* no direito da União Europeia, revela-se de elevada valia a recapitulação de alguns conceitos inerentes ao sistema legal comunitário, estrutura hierárquica normativa e órgãos institucionais dotados de competência legislativa.

Para tanto, rememora-se que as normas basilares do direito europeu estão dispostas no Tratado da União Europeia - TUE e no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia – TFUE, dos quais são signatários os Estados-Membros.

Neste sentido, no contexto das instituições existentes no âmbito União Europeia, segundo disposto no art. 14º/1 do TUE e art. 289º do TFUE, foi atribuída função

¹²¹ A respeito do assunto, esclarece-se que “tanto o investimento socialmente orientado como a avaliação financeira dos fatores *ESG* dependem de informação completa e precisa sobre as empresas, as suas atividades e modo de atuação e, sobretudo, a sua relação com práticas de sustentabilidade. Por isso mesmo, grande parte das iniciativas legislativas nessa matéria seguem uma abordagem de transparência, impondo deveres de divulgação de informação.” (DIAS, Rui Pereira; e SÁ, Mafalda. Deveres dos administradores e sustentabilidade. *In* Administração e governação de sociedades. Coimbra: Almedina, 2020. p. 64.)

legislativa ao Parlamento Europeu¹²². A conferência de tal função ao órgão é lógica, dado que sua composição é formada por representantes dos cidadãos dos Estados-Membros, os quais são eleitos por votação direta, livre e secreta¹²³, pressupostos basilares para a existência de uma democracia representativa.

Todavia, a competência de legislar não é exclusiva ao Parlamento, sendo a função compartilhada com o Conselho¹²⁴, o qual “*sempre foi o órgão legislativo por excelência na Comunidade Europeia e na União Europeia*”¹²⁵.

Em adição, a Comissão é um órgão colegiado, composto por um representante de cada Estado-Membro¹²⁶ que possui como principal atribuição promover o interesse geral da União Europeia e tomar iniciativas adequadas para tal, sendo que, em regra, a adoção de atos legislativos depende da existência de proposta da Comissão¹²⁷.

Por seu turno, por força do art. 288º do TFUE, o direito derivado da União Europeia subdivide-se em atos juridicamente vinculativos, dentre os quais identificam-se os (i) regulamentos, (ii) diretivas e (iii) decisões, bem como atos típicos não vinculativos, nomeadamente as (iv) recomendações e (v) pareceres.

No que tange ao regulamento, o TFUE confere ao ato normativo caráter geral e de aplicação obrigatória, conferindo direitos e obrigações aos Estados-Membros e às pessoas singulares e coletivas que encontrem em seu âmbito de aplicação, seja ele material ou territorial. Dessa forma, possui efeito *erga omnes* e é autossuficiente no plano

¹²² Pertinente a ressalva de que a função legislativa atribuída ao Parlamento Europeu não se confunde com a iniciativa legislativa, do qual referido órgão não, via de regra, é dotado. Destaca-se, entretanto, a excepcionalidade do art. 289º/4 do TFUE.

¹²³ Cf. art. 14º/2 e 14º/3 do TUE.

¹²⁴ Referido exercício conjunto da função legislativa é determinado pelo art. 16º/1 do TUE. Além disso, relevante o esclarecimento que o Conselho é composto por um representante de cada Estado-Membro ao nível ministerial (art. 16º/2), ao contrário do Parlamento Europeu, cuja representação do Estado-Membro ocorre de maneira degressivamente proporcional (entre o máximo de 96 e mínimo de 6 lugares), correspondendo à quantidade de cidadãos europeus representados. Vale a nota que a sistemática de votação do Conselho confere maior igualdade entre os Estado-Membros, servindo o Conselho como um contrapeso à eventual preponderância de um Estado-Membro sobre outro no contexto do Parlamento. Nesse sentido, “*o Tratado de Lisboa acentua uma dimensão já antes por nós expressa de um bicameralismo em que o Parlamento Europeu constitui a câmara baixa de um sistema parlamentar cada vez mais igualitário: representa os cidadãos da União, enquanto o Conselho – câmara alta – representa os Estados.*” (GORJÃO-HENRIQUES, Miguel. Direito da União: história, direito, cidadania, mercado interno e concorrência. 9ª ed. Coimbra: Almedina, 2019. p. 158.)

¹²⁵ GORJÃO-HENRIQUES, Miguel. *op. cit.* p. 174.

¹²⁶ Cf. art. 244º do TFUE.

¹²⁷ Cf. art. 17º/1 e 2 da TUE.

normativo. Ainda, a aplicabilidade do regulamento é direta¹²⁸, ou seja, não depende de exame legislativo interno do Estado-Membro. Nesse diapasão, “*a plenitude do efeito obrigatório do regulamento significa que os Estados não podem aplicar o regulamento seletivamente ou de forma incompleta, não podem invocar disposições do seu Direito interno para não aplicarem o regulamento e não podem impedir a execução do regulamento*”¹²⁹.

Por sua vez, a diretiva é ato endereçado aos Estados-Membros, sendo-lhes vinculativa no que concerne ao resultado que se pretende alcançar com a norma, e discricionária quanto ao meio ou forma que será empregada para o atingimento do resultado, em atenção ao princípio da subsidiariedade¹³⁰.

Assim, em oposição ao regulamento, a diretiva terá aplicação indireta, demandando sua transposição para o direito interno de cada Estado-Membro¹³¹ no prazo especificado no diploma. Tal liberdade permite que cada Estado-Membro molde o ato de forma a melhor adaptar-se ao cenário não só jurídico, mas também econômico e social do território em que será aplicada, de modo a facilitar a persecução do resultado buscado pela diretiva.

Em continuidade, ainda no bojo dos atos vinculativos, a decisão será obrigatória em todos os seus elementos, porém, quando condicionar seus termos a um destinatário específico somente a ele será oponível, segundo redação do art. 288º do TFUE. Além disso, o efeito direto da decisão é incontroverso em razão da jurisprudência

¹²⁸ Importante frisar que a recepção automática de normas emanadas da União Europeia e das instituições que a compõem no direito interno português possui respaldo legal no art. 8º/3 e 4 da CRP.

¹²⁹ MARTINS, Ana Maria Guerra. Manual de direito da União Europeia. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2017. p. 498.

¹³⁰ Previsto no art. 5º/3 do TUE, o princípio da subsidiariedade busca resguardar a capacidade de ação e decisão dos órgãos legislativos dos Estados-Membros em questões que não sejam de competência exclusiva da União Europeia. Ressalta-se, todavia, que “*o princípio da subsidiariedade não é exclusivo do Direito da União Europeia, podendo aplicar-se sempre que se verifique uma situação em que duas entidades de níveis diferentes sejam potencialmente aptas para desempenhar a mesma tarefa, ou seja, o princípio pode aplicar-se sempre que exista repartição horizontal ou vertical de competência.*” (MARTINS, Ana Maria Guerra. *op. cit.* p. 281/282.)

¹³¹ No contexto português, segundo disposto no art. 112º/8 da CRP, a incorporação de atos jurídicos da União Europeia no ordenamento jurídico nacional poderá assumir a forma de (i) lei, (ii) decreto-lei ou (iii) decreto legislativo regional.

comunitária¹³², podendo ser arguida sua aplicação sem a necessidade de sua transposição para o direito interno.

Por fim, em compasso com o art. 288º do TFUE, as recomendações e os pareceres encontram-se na esfera dos atos não vinculativos, fato que lhes outorga um caráter de orientação e aplicação voluntária. Nesse rumo, tais atos poderão ser adotados por órgãos principais, consultivos e auxiliares da União Europeia e destinados tanto à Estados-Membros como a pessoas singulares e coletivas, determinadas ou indeterminadas.

Quanto às suas diferenças, a doutrina destaca que “*a recomendação sugere um determinado comportamento ao destinatário e adota-se por iniciativa de seu autor, enquanto o parecer expressa uma opinião de um órgão com respeito a uma situação e emite-se por iniciativa de outro órgão ou sujeito de Direito da União (...)*”¹³³.

2.2.2.2. Contexto do quadro normativo ESG na União Europeia

Segundo considerações já mencionadas no presente trabalho, o surgimento dos fatores *ESG* e sua concreta aplicação no mercado financeiro por parte de investidores é objeto de uma constante evolução e decorrente de fontes difusas. Por outro lado, a codificação da matéria e estipulação de regras que dizem respeito aos fatores *ESG* no espaço comunitário europeu é recente.

No contexto europeu, as discussões sobre o assunto intensificaram-se após a entrada em vigor do Acordo de Paris, mediante trabalhos conduzidos pela Comissão, ao exercer sua função de promoção do interesse geral da União Europeia e incentivar o chamado *European Green Deal*¹³⁴.

Nessa direção, a Comissão emitiu a comunicação “COM/2018/097 final” no dia 08 de março de 2018, mediante a qual apresentou o “Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável”. Segundo exposto no documento, o plano de ação buscava estabelecer no espaço comunitário uma estratégia para o financiamento sustentável¹³⁵, o

¹³² A decisão paradigma do Tribunal de Justiça sobre a matéria trata-se do acórdão *Franz Grad c. Finanzamt Traunstein*, de 06 de outubro de 1970, processo nº 9/70.

¹³³ MARTINS, Ana Maria Guerra. *op. cit.* p. 501.

¹³⁴ O *European Green Deal* consiste em uma série de medidas econômicas e normativas multisetoriais no cenário europeu que visam criar subsídios para a uma transição econômica sustentável e de baixo carbono e para o atingimento da meta de redução da emissão de gases carbônicos até o ano de 2030. (Cf. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)

¹³⁵ Segundo apresentado pela Comissão, a “*expressão ‘financiamento sustentável’ designa, em geral, um processo pelo qual se integram devidamente as considerações ambientais e sociais na*

qual, na visão da Comissão, poderia ser atingido através da aplicação de três eixos temáticos alinhados aos fatores *ESG*: (i) reorientação dos fluxos de capitais para investimentos sustentáveis¹³⁶; (ii) gestão de riscos financeiros decorrentes de questões ambientais e sociais¹³⁷; e (iii) promoção de transparência e visão a longo nas atividades econômicas e financeiras¹³⁸.

Visando o desenvolvimento dos referidos pontos, também se convencionou a criação pela Comissão de um grupo técnico de peritos em financiamento sustentável (*Technical Expert Group on Sustainable Finance – TEG*), composto por acadêmicos, agentes do mercado financeiro e outros membros da sociedade civil indicados, cujo escopo de atuação seria a produção de estudos técnicos aptos orientar futuros atos normativos e auxiliar o atingimento das metas traçadas pela Comissão.

Ato contínuo, foi emitida pela Comissão em 11 de dezembro de 2019 a comunicação “COM/2019/640 final”, onde estabeleceu-se um “Pacto Ecológico Europeu” aplicável à União Europeia e aos seus cidadãos, visando um crescimento econômico sustentável em termos ambientais e sociais, condizente com metas preestabelecidas em acordos internacionais e compromissos domésticos¹³⁹. Para tanto, a

tomada de decisões de investimento, conduzindo a um maior investimento em atividades sustentáveis e de longo prazo.” (Cf. COM/2018/097 final. p. 2.)

¹³⁶ Dentre as questões apontadas pela Comissão foi a necessidade da criação de um sistema de classificação/taxonomia que indique os elementos mínimos necessários para a identificação de uma atividade como sustentável e para a rotulação de produtos financeiros sustentáveis. A partir de tal base, também foi proposto o desenvolvimento de índices referenciais (*rating*) de sustentabilidade que possuam metodologias transparentes e sólidas. Por fim, a Comissão elencou a promoção de investimentos em projetos sustentáveis, em especial ligados à área de infraestrutura, e a incorporação da sustentabilidade no contexto da prestação de serviços de consultoria financeira como ações pertinentes para o crescimento econômico sustentável. (Cf. COM/2018/097 final. p. 3.)

¹³⁷ No âmbito desse eixo, a Comissão propôs ações como a maior integração de fatores de sustentabilidade em pesquisas de mercado e nas anotações de risco de crédito pelas agências avaliadoras; incorporação de fatores de sustentabilidade no processo de tomada de decisões de investimento por parte de investidores institucionais e gestores de ativos e em regras prudenciais para instituições financeiras e companhias seguradoras. (Cf. COM/2018/097 final. p. 9.)

¹³⁸ No referido ponto, a Comissão apresentou como ações plausíveis para seu atingimento o reforço da divulgação de informações não financeiras (dever introduzido através da Diretiva EU 2014/95/EU, conforme será posteriormente tratado) e regras contabilísticas inerentes à sustentabilidade, bem como o fomento ao desenvolvimento de padrões sustentáveis de governo das sociedades buscando atenuar-se a visão de curto prazo nos mercados de capitais, caracterizada pelo foco excessivo no retorno financeiro a curto prazo em detrimento da observância dos riscos relacionados à questões ambientais e sociais. (Cf. COM/2018/097 final. p. 11.)

¹³⁹ Nomeadamente, Acordo de Paris e Agenda 2030, no plano internacional.

Comissão apresentou um conjunto de políticas e medidas a serem adotadas pelo bloco, dentre as quais as econômicas/financeiras revelam-se mais relevantes.

Nessa seara, a Comissão retomou a necessidade do estabelecimento de regras para a identificação e rotulagem de produtos de investimento como sustentáveis que tragam uniformidade e credibilidade ao processo (taxonomia) e fomento aos investimentos sustentáveis, com destaque ao desenvolvimento de norma comunitária para as obrigações verdes (*green bonds*).

Por derradeiro, a Comissão também formulou a comunicação “COM/2021/390 final”, datada de 06 de julho de 2021, mediante a qual foi disponibilizada a “Estratégia de Financiamento da Transição para uma Economia Sustentável”.

Em complemento às comunicações anteriores, a Comissão inovou ao incluir na presente estratégia a necessidade de oportunizar financiamentos sustentáveis à investidores não profissionais e pequenas e médias empresas (PME), agentes da economia real até então não contemplados pelas políticas comunitárias. Também mereceu destaque a preocupação da Comissão no campo da transparência e integridade das informações disponibilizadas em matéria de sustentabilidade, em especial no que concerne ao chamado “ecobranqueamento” (*greenwashing*), prática essa a ser combatida com o apoio e atuação fiscalizatórias das Autoridades Europeias de Supervisão, dentre as quais a ESMA.

Pertinente salientar que *greenwashing* é o termo empregado para o ato de induzir terceiros a erro quanto às práticas ambientais positivas de uma sociedade comercial ou acerca de pretensos benefícios ambientais gerados ou relacionados à um produto ou serviço, mediante a utilização de informações enganosas, ambíguas ou fora de contexto sobre a temática ambiental¹⁴⁰.

Nesse caminho, reputa-se que diversas conjunturas motivam tal prática pelas empresas designadas como *brown firms* (em oposição às *green firms*), entre elas circunstâncias externas e internas. Dentre os fatores externos¹⁴¹, o comportamento da

¹⁴⁰ Cf. DELMAS, Magali A.; e CUEREL BURBANO, Vanessa. *The Drivers of Greenwashing. California Management Review. Haas School of Business. University of California/Berkeley*. Vol. 54, nº 1, 2011. p. 6.

¹⁴¹ Cf. *Ibid.* p. 11/12.

companhia para com o ecobranqueamento poderá ser motivado por pressão exercida por ativistas e veículos de comunicação quanto às práticas ambientais negativas da empresa.

Também se inclui nessa categoria a busca pela melhora da percepção que agentes de mercado (*e.g.* consumidores e investidores) possuem da companhia com relação aos seus concorrentes e acerca dos impactos ambientais por ela causados. Já no plano interno, a inexistência ou baixa eficácia de procedimentos de controles internos e governança corporativa são fatos que permitem a práticas de atos desleais por parte da administração¹⁴².

Pertinente ressaltar que a Comissão, buscando a resguardar os consumidores dos efeitos lesivos trazidos por práticas comerciais desleais relacionadas a alegações ou rotulagens *ESG* enganosas, não confiáveis ou não transparentes, apresentou, por meio da Comunicação “COM/2022/143 final” de 30 de março de 2022, uma Proposta de Diretiva que altera as Diretivas 2005/29/CE e 2011/83/UE no que diz respeito à capacitação dos consumidores para a transição ecológica através de uma melhor proteção contra práticas desleais e de melhor informação.

Tal proposta almeja aprimorar a comparação dos produtos com base em seus impactos ambientais e sociais (Considerando n° 6), pontos relevantes no processo de tomada de decisão dos consumidores, mas que são passíveis de sofrerem ecobranqueamento em razão de informações pouco claras ou mal fundamentadas fornecidas pela empresa que os comercializa. Nessa esteira, a Proposta destaca que o estabelecimento de regras em matéria de alegações ambientais está em linha com o “Plano de Ação” e contribuirá significativamente para o atingimento do objetivo do “Pacto Ecológico Europeu” (Considerando n° 12).

Isso posto, observa-se que mediante as comunicações emitidas pela Comissão foi proposta ao legislador europeu a tarefa de identificar as lacunas existentes no quadro normativo comunitário e preenchê-las por meio da edição de normas que tragam conceitos e instrumentos jurídicos aptos a endereçar os riscos, desafios e oportunidades relacionados as finanças sustentáveis.

¹⁴² Cf. *Ibid.* p. 16.

Em oposição à abordagem regulatória rígida e complexa, sugeriu-se a adoção de postura transversal, que fomente o propósito da sustentabilidade¹⁴³ fazendo uso de ferramentas que se amoldem aos modelos de negócios das sociedades comerciais.

2.2.2.3. Atos Normativos da União Europeia relacionados ao tema ESG

Feitas as referidas considerações preambulares, impõem-se o início da exposição sobre os atos normativos emitidos no âmbito da União Europeia que possuem relação com a temática *ESG*, sendo mencionadas as disposições de maior relevo por eles trazidos e os impactos gerados aos Estados-Membros e pessoas singulares e coletivas a eles sujeitos.

No contexto do presente estudo, denota-se a importância que as informações e comunicações divulgadas pelas sociedades comerciais ao mercado/investidores possuem no direito financeiro, seja pela sua capacidade de permitir aos investidores a tomada de decisões informadas e promover a paridade de oportunidades ou pelo caráter de aproximação da companhia aos seus *stakeholders* a partir da divulgação de seus valores e posturas adotadas com relação a assuntos específicos, buscando a redução de riscos reputacionais.

Desse modo, como será demonstrado no arcabouço normativo a seguir analisado, verifica-se que o legislador atuou de modo assertivo ao chamado da Comissão, no sentido da estipulação de regras mínimas aplicáveis à divulgação, transparência e coesão de informações materiais¹⁴⁴ e outros pontos relacionados à temática *ESG* e passíveis de impactarem o mercado financeiro.

¹⁴³ Cf. DIAS, Gabriela Figueiredo. *Sustainability and Sustainable Finance: A Regulator's Perspective and Beyond*. In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 219.

¹⁴⁴ Um conceito norteador sobre a materialidade da informação é o previsto no art. 2º/16 da Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013, sendo a “materialidade” definida como “*a característica da informação sempre que se possa razoavelmente prever que a sua omissão ou apresentação incorreta influencia as decisões tomadas pelos utilizadores*”, ressaltando-se que “*a materialidade de um elemento é avaliada no contexto de outros elementos similares*”. Em adição, relevante pontuar que o regime proposto pela União Europeia trouxe a perspectiva da “dupla materialidade” da informação”, a qual preceitua que as companhias sujeitas ao regime de divulgação de informações deverão reportar não só como os tópicos *ESG* afetam seus negócios, mas também como a atividade desenvolvida pela empresa impacta o ambiente e a comunidade que a circunda. (Cf. CÂMARA, Paulo. *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*. In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 25.)

Contudo, importante a ressalva antecipada de que o completo atingimento dos efeitos esperados por tais atos normativos também dependerá de uma mudança na atual cultura corporativa, através do desenvolvimento e emprego de modelos de negócios mais éticos, sustentáveis e atrelados à elevadas regras de conduta profissional¹⁴⁵.

a) Diretiva 2014/95/UE

Em sentido inaugural à introdução de elementos *ESG* no panorama normativo comunitário, editou-se a Diretiva 2014/95/UE¹⁴⁶ do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 22 de outubro de 2014, que alterou a Diretiva 2013/34/UE¹⁴⁷ no que se refere à divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de grandes empresas e grupos de sociedades¹⁴⁸.

Por meio do exame dos considerandos da diretiva, reputada como o primeiro ato normativo relevante que incorporou fatores *ESG* no quadro legislativo europeu, verifica-se que referido ato normativo teve como ponto germinal o estudo prévio conduzido pela Comissão e CESE sobre a matéria¹⁴⁹, bem como as conclusões por ele atingidas sobre a necessidade de divulgação de informações sobre sustentabilidade das empresas, no que tange aos fatores sociais e ambientais¹⁵⁰.

Ato contínuo, clarificou-se a necessidade da estipulação de requisitos mínimos legais concernentes à extensão dos dados que deverão ser disponibilizadas ao público e às autoridades competentes, visando o reforço à coerência e à comparabilidade das informações não financeiras divulgadas em toda a União Europeia¹⁵¹, dado que até a edição da referida norma as informações não financeiras eram divulgadas de modo

¹⁴⁵ Cf. DIAS, Gabriela Figueiredo. *Sustainability and Sustainable Finance: A Regulator's Perspective and Beyond*. p. 225.

¹⁴⁶ A Diretiva 2014/95/UE foi recepcionada no ordenamento jurídico português por meio da edição do Decreto-Lei n° 89/2017, de 28 de julho 2017, o qual promoveu alterações ao CSC e ao CVM.

¹⁴⁷ A título de contextualização, a Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 dispõe sobre as demonstrações financeiras anuais, as demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas.

¹⁴⁸ Em razão de seu escopo, tal norma é usualmente mencionada como *Non-Financial Reporting Directive – NFRD* (Diretiva Divulgação de Informações Não Financeiras).

¹⁴⁹ Nomeadamente a comunicação “Responsabilidade Social das empresas: uma nova estratégia da UE para o período de 2011 – 2014” (COM (2011) 681 final), já discorrido no presente trabalho.

¹⁵⁰ Cf. Considerando n° 2.

¹⁵¹ Cf. Considerandos n° 5 e 6.

voluntário por algumas empresas, com base em atos quase normativos (*standards/guidelines*), mas de modo não uniforme.

Isto posto, institui-se o dever de divulgação de demonstrações não financeiras através da inclusão do art. 19-A à Diretiva 2013/34/UE.

Dissecando-se referido dispositivo, verifica-se que tal dever deverá ser observado exclusivamente por grandes empresas que sejam entidades de interesse público. Em compasso com o Considerando nº 14, apesar da avaliação de enquadramento da companhia poder ser aferido mediante o valor total do balanço financeiro e do volume de negócios líquido, optou-se por fórmula objetiva, sendo a regra aplicável às companhias cujo número médio de empregados durante o exercício financeiro exceda quinhentos indivíduos.

Tal escolha revela sensibilidade por parte do legislador ao condicionar o dever de divulgação de informações não financeiras às companhias com capacidade econômica para tanto, de modo a não onerar pequenas e médias empresas, ao menos em um momento de introdução da regra *ESG* no espaço comunitário europeu.

Além disso, o artigo supramencionado determina que as demonstrações não financeiras contenham informações suficientes para a compreensão da evolução, do desempenho, da posição, do impacto das atividades da sociedades e dos riscos aos quais a empresa está submetida com relação aos temas nucleares (i) ambientais (*environmental*), (ii) sociais, relativos aos trabalhadores e ao respeito dos direitos humanos (*social*), tal como referentes ao (iii) combate à corrupção e às tentativas de suborno (*governance*), questões estas estritamente relacionadas aos fatores *ESG*.

No que tange ao conteúdo a ser divulgado, listaram-se nas alíneas do art. 19-A cinco elementos a serem obrigatoriamente observados na elaboração das demonstrações não financeiras, passíveis de possibilitar uma visão global das práticas adotadas pela companhia, sendo esses: (i) uma sucinta descrição do modelo empresarial da companhia; (ii) uma breve descrição das políticas e procedimentos de diligência seguidas pela companhia com relação aos temas ambientais, sociais e de governança corporativa descritos no *caput*; (iii) o resultado atingido pelas políticas e procedimentos empregados; (iv) os riscos relevantes associados aos fatores *ESG*, analisados no contexto da atividade empresarial da companhia; e (v) indicadores chave de desempenho (*Key Performance Indicators – KPIs*).

Vale a nota que, em sentido semelhante ao acima mencionado, houve a adição do art. 29-A à Diretiva 2013/34/UE, através do qual aplicam-se as obrigações de divulgação de informações não financeiras ao nível de grupo das sociedades¹⁵² por parte da sociedade-mãe¹⁵³.

Em adição, conforme antecipado no Considerando nº 17 e no art. 2º da *NFRD*, a Comissão formulou orientações operacionais/práticas concernentes à comunicação de informações não financeiras através da (i) comunicação “COM/2017/C 215/01”, de 05 de julho de 2017¹⁵⁴, onde dispôs sobre a metodologia a ser empregada para a comunicação de informações não financeiras e (ii) comunicação “COM/2019/C 209/01”, de 20 de junho de 2019¹⁵⁵, por meio da qual apresentou conselhos para a comunicação de

¹⁵² Em Portugal, as normas aplicáveis aos grupos de sociedades estão elencadas no Título IV do CSC, em seus arts. 481º à 508º. No plano conceitual, “*em sentido estrito, o grupo caracteriza-se pela existência de tal direcção unitária de duas ou mais sociedades, que conservam a sua personalidade jurídica autónoma e as respectivas estruturas organizativas. Sem prejuízo do maior ou menor grau de centralização, é possível afirmar que o grupo, fundado sobre a direcção unitária, se caracteriza por um conjunto essencial de fatores: (i) o controlo; (ii) a integração económica; (iii) a interdependência administrativa; (iv) a interdependência financeira; (v) a interdependência de trabalhadores; e (vi) a imagem comum.*” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de grupos de sociedades. Coimbra: Almedina, 2018. p. 16/17.)

¹⁵³ O dever de reporte das informações tratadas na *NFRD* recai sob a sociedade-mãe dado seu papel de órgão central da tomada de decisões estratégicas e económicas inerentes ao grupo de sociedades, entre elas o exercício de sua atuação de modo sustentável e alinhada aos fatores *ESG*. Acerca da direcção unitária exercida pela sociedade-mãe, “(...) *reflecte-se na existência de uma estratégia ou política económica geral do grupo (“group planning process”, “Konzernpolitik”), a qual, definida pelo núcleo dirigente do grupo (situado via da regra junto da sociedade-mãe: “group top-management”), incidindo potencialmente sobre os diversos aspectos sectoriais do respectivo funcionamento (política comercial, laboral, de produção e vendas, de pessoal, de marca, de investimentos, etc.) e assumindo diferentes graus de integração (que vão da total centralização até formas atenuadas de controlo descentralizado), coordena e superintende as actividades económicas particulares das várias sociedades agrupadas.*” (ANTUNES, José A. Engrácia. Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. 2ª ed. rev. e atualizada. Coimbra: Almedina, 2002. p. 55.)

¹⁵⁴ Os principais elementos trazidos pela Comissão na Comunicação “COM/2017/C 215/01” foram os princípios fundamentais a serem observados no processo de divulgação de informações. Nesse rumo, destacou-se que as informações deverão ser avaliadas com imparcialidade e rigor, bem como apresentadas de modo lógico, coerente e de maneira a facilitar sua compreensão, sendo inclusive sugerido a divulgação em língua oficial do país sede da sociedade e em língua de referência no mundo empresarial. Ainda, visando prezar pela sua coesão, orientou-se apenas a divulgação de informações “materiais”, as quais poderão ser apuradas mediante o emprego de fatores como: (i) modelo empresarial, a estratégia e os riscos principais enfrentados pela sociedade; (ii) principais questões setoriais; (iii) interesses e as expectativas das partes interessadas relevantes; (iv) impacto das atividades da empresa; e (v) fatores regulamentares e de política pública (Cf. COM/2017/C 215/01. p. 6). Além do mais, referida comunicação versou sobre o conteúdo das informações não financeiras e sistemas de relato.

¹⁵⁵ Um relevante ponto suscitado pela Comissão na Comunicação “COM/2019/C 209/01” foi a pertinência da divulgação de informações referentes aos riscos climáticos sob uma dupla

informações relacionadas com o clima¹⁵⁶. Frisa-se que tais orientações possuem caráter não vinculativo, podendo as empresas sujeitas à diretiva em comento recorrerem, alternativamente, à sistemas/metodologias amplamente empregados em âmbito nacional¹⁵⁷, internacional¹⁵⁸ e comunitário.

Por derradeiro, menciona-se que a *NFRD* reverberou no ordenamento jurídico português mediante a inclusão do art. 66º-B no CSC, que versa sobre a elaboração e divulgação de demonstração não financeira.

b) Regulamento (UE) 2019/2088

Em continuidade ao exame dos atos normativos comunitários importantes para o desenvolvimento do tema *ESG*, pontua-se que houve a edição do Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, datado de 27 de novembro de 2019, relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros¹⁵⁹.

Em sede preambular¹⁶⁰, destacou-se a identificação da ausência de harmonização

perspectiva, sendo eles (i) riscos de impactos negativos no clima e (ii) riscos de impactos negativos à sociedade comercial (Cf. COM/2019/C 209/01. p. 5). Dentre a primeira categoria de riscos inserem-se o impacto causado pela cadeia de produção da empresa no clima (v.g. emissão de gases com efeito de estufa) e fontes de energia empregados na atividade (v.g. combustíveis fósseis ou renováveis). Já no que tange a segunda categoria, listam-se os riscos que as alterações climáticas apresentam ao desempenho econômico da empresa. Segundo a classificação sugerida pela Comissão, tais riscos subdividem-se em (i) riscos de transição para uma modelo resiliente às alterações climáticas (e.g. riscos de litígios, tecnológicos, mercadológicos e reputacionais) e (ii) riscos físicos decorrentes das alterações climáticas (v.g. riscos meteorológicos, tais como inundações, incêndios, secas etc.).

¹⁵⁶ Em estudo conduzido com base em dados públicos emitidos entre os anos de 2000 e 2015 por empresas sediadas nos Estados Unidos, apurou-se que sociedades comerciais com reduzida flexibilidade operacional e alto endividamento possuem maior dificuldade em adaptar-se ao cenário trazido pelas alterações climáticas. Ainda, se identificou que eventos climáticos extremos possuem grande potencial de impacto na atividade de vendas de empresas a elas expostas, sendo de até 8% no caso de calor extremo e de até 35,7% na hipótese de frio extremo. (Cf. FERREIRA, Miguel A. *Climate Finance. In The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 144/145.)

¹⁵⁷ No contexto português, com embasamento na Consulta Pública nº 6/2020, a CMVM sugeriu de modo não vinculativo o emprego de modelo de relatório de informação não financeira pelos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

¹⁵⁸ Dentre os sistemas internacionais destacam-se as orientações emitidas pela OCDE e Organização das Nações Unidas.

¹⁵⁹ Considerando seu tema, a norma é usualmente citada como *Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR* (Regulamento Divulgação de Informações sobre Sustentabilidade dos Serviços Financeiros).

¹⁶⁰ Cf. Considerandos nº 5, 10, 15 e 19 do Regulamento (UE) 2019/2088.

legislativa comunitária¹⁶¹ acerca dos requisitos de divulgação de informações relevantes sobre sustentabilidade nos processos de aconselhamento e tomada de decisões de investimento. Nessa perspectiva, o ato proposto pelo legislador europeu busca reduzir a assimetria informativa entre o detentor e o receptor de tais dados, mediante a imposição de regras de transparência, tanto em fase pré-contratual, quanto de execução do contrato, que no longo prazo poderão contribuir para o aumento da resiliência da economia real, estabilidade do sistema financeiro europeu¹⁶² e fomento aos investimentos sustentáveis¹⁶³.

Para a consecução do objeto idealizado, foram propostas no art. 1º do regulamento em questão três classes de informações sujeitas à divulgação¹⁶⁴ por parte de intervenientes

¹⁶¹ Segundo destacado no Considerando nº 18, os intervenientes no mercado financeiro sujeitos a *SFDR* poderão observar as orientações em matéria de conduta empresarial elaboradas pela OCDE e *UN PRI*. Em adição, no contexto internacional, destaca-se o empenho uniformizador de entidades autorreguladas, como a *GRI* e a *SASB*, já mencionadas no presente trabalho.

¹⁶² Pontua-se que um estudo analítico de dados sobre sustentabilidade emitidos por companhias listadas em bolsa de valores nos Estados Unidos apurou evidências de uma relação robusta entre a divulgação de informações sobre sustentabilidade conforme os *SABS Standards* e a existência de um maior *stock price informativeness*, termo empregado para avaliar a capacidade do valor de uma ação refletir o real valor de uma companhia, sujeitando-a a menor risco de flutuação negativa de seu valor em razão de movimentos especulativos e permitindo com que seus administradores tomem decisões mais eficientes. (Cf. SERAFEIM, George. *et al. op. cit.* p. 39)

¹⁶³ O termo “investimento sustentável” foi conceituado no art. 2º/17 do Regulamento (UE) 2019/2088 como “*um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza ambiental, tal como medido, por exemplo, pelos indicadores fundamentais da eficiência dos recursos em matéria de utilização de energia, de energias renováveis, de matérias-primas, da água e dos solos, de produção de resíduos e de emissões de gases com efeito de estufa, ou do impacto na biodiversidade e na economia circular, ou um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza social, em particular um investimento que contribui para combater as desigualdades ou que promove a coesão social, a integração social e as relações laborais, ou um investimento em capital humano ou em comunidades económica ou socialmente desfavorecidas, desde que tais investimentos não prejudiquem significativamente nenhum desses objetivos e desde que as empresas beneficiárias do investimento empreguem práticas de boa governação, em particular no que diz respeito a estruturas de gestão, relações laborais e práticas de remuneração do pessoal sãs e ao cumprimento das obrigações fiscais*”. Pontua-se que o trecho final da definição deu ensejo ao chamado princípio de “não prejudicar significativamente” (*principle of do not significant harm*), previsto no art. 2º - A da *SFDR*.

¹⁶⁴ No plano operacional, caberá às Autoridades Europeias de Supervisão a elaboração de normas técnicas de regulamentação que especifiquem em detalhes o teor, conteúdo e metodologia das informações a serem divulgadas, conforme disposto no art. 2º - A da *SFDR*. No plano conceitual, sugere-se que as informações acerca de sustentabilidade que serão objeto de divulgação deverão ser reunidas conforme os seguintes fundamentos: (i) relevância: a informação deverá possuir relevância e conexão com os impactos da atividade da empresa; (ii) balanceamento: os dados deverão revelar impactos positivos e negativos da atividade em questões sociais, ambientais e financeiras; (iii) endereçamento ao *stakeholder*: a informação deverá responder aos interesses e expectativas de todos os *stakeholders* relevantes da companhia; e (iv) qualidade: os dados disponibilizados deverão ser confiáveis, comparáveis, claros, verificáveis e relacionados a um determinado período temporal. (Cf. FRADE, Joana; e FROUMOUTH, Julien. *ESG Reporting. In*

no mercado financeiro e consultores financeiros¹⁶⁵ que atuem no mercado comunitário europeu, quais sejam (i) informações sobre a integração de riscos em matéria de sustentabilidade¹⁶⁶ em suas políticas internas; (ii) dados acerca de impactos negativos de seus processos para a sustentabilidade; e (iii) informações sobre sustentabilidade em relação à produtos financeiros¹⁶⁷. Ressalta-se que as informações objeto do regulamento em tela deverão ser disponibilizadas no sítio eletrônico (*website*) de seus emissores.

Denota-se, dessa forma, que a *SFDR* prevê aos agentes do mercado financeiro obrigações tanto ao nível das entidades, mediante a imposição de deveres gerais de divulgação *ESG* e incorporação de princípios *ESG* às suas políticas internas, quanto ao nível do produto, ao estipular regras específicas de divulgação¹⁶⁸.

No campo das entidades, o art. 3º do Regulamento (UE) 2019/2088 impõe aos intervenientes no mercado financeiro e aos consultores financeiros a publicação em seus *websites* de informações a respeito da forma com que os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nos processos de decisões de investimento (art. 3º/1) e aconselhamento em matéria de investimentos/seguros (art. 3º/2), respectivamente.

Ademais, o legislador europeu propôs no art. 4º da *SFDR* regimes distintos sobre a divulgação dos principais impactos negativos, caso existentes, sobre fatores de sustentabilidade¹⁶⁹ ocasionados pelas (i) decisões de investimento tomadas por intervenientes no mercado financeiro (art. 4º/1, 2, 3 e 4)¹⁷⁰, bem como pelos (ii) produtos financeiros sobre os quais os consultores financeiros prestaram aconselhamento no âmbito de seus serviços de consultoria para investimento ou de seguros (art. 4º/5).

The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 236.)

¹⁶⁵ As definições dos termos “intervenientes no mercado financeiro” e “consultores financeiros” foram trazidas no art. 2º/1 e 2º/11 do Regulamento (UE) 2019/2088, respectivamente.

¹⁶⁶ Segundo disposto no Considerando nº 14, “*entende-se por risco em matéria de sustentabilidade um acontecimento ou condição de natureza ambiental, social ou de governação cuja ocorrência possa provocar um impacto negativo significativo no valor do investimento*”.

¹⁶⁷ Destaca-se que o rol de “produtos financeiros” é taxativo e encontra-se previsto no art. 2º/12 do Regulamento (UE) 2019/2088.

¹⁶⁸ Cf. FRADE, Joana; e FROUMOUTH, Julien. *op. cit.* p. 239.

¹⁶⁹ Em compasso com o art. 2º/24 da *SFDR*, o termo “fatores de sustentabilidade” contemplam as “*questões ambientais, sociais e laborais, o respeito dos direitos humanos, a luta contra a corrupção e o suborno*”.

¹⁷⁰ Nesse contexto, soma-se ao bojo dos deveres dos intervenientes no mercado financeiro a divulgação de declaração sobre as políticas de *due diligence* relativas aos impactos elencados (art. 4º/1, alínea “a”).

Em sequência, segundo previsto no art. 5º, recai aos agentes do mercado financeiro sujeitos à *SFDR* a incumbência de incluírem em suas políticas de remuneração e avaliação do desempenho informações no que concerne à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade. Tal obrigação possui ligação umbilical com o Considerando nº 22, onde mencionou-se que o propósito da divulgação de informações sobre integração de riscos de sustentabilidade nas políticas supramencionadas é garantir que a estrutura de remuneração/avaliação não esteja associada ao desempenho em função do risco e, conseqüentemente, não encoraje a assunção de riscos excessivos em matéria de sustentabilidade pelos intervenientes no mercado financeiro e consultores financeiros.

Ao nível dos produtos financeiros, importante ressaltar que a *SFDR* também impõe aos entes a ela sujeitos a disponibilização, em momento pré-contratual, da classificação desses conforme seu grau de alinhamento aos fatores *ESG*¹⁷¹.

Nessa linha, os produtos financeiros poderão categorizados (i) segundo disposto no art. 8º, como promotores de características ambientais ou sociais, ou uma combinação destas características, condicionado o fato das empresas em que são efetuados os investimentos respeitarem as práticas de governança corporativa (*light green products*); ou, (ii) conforme apontado no art. 9º, como um produto que possui como objetivo investimentos sustentáveis e tiver sido mencionado em um índice de referência *ESG* (*dark green products*). Em ambos os casos, deverá ser divulgado como as características ambientais/sociais e os investimentos sustentáveis são perseguidos no plano concreto.

Caso não contemplem relação específica com os fatores *ESG* e/ou persecução de sustentabilidade, os produtos serão classificados como “convencionais”. De todo modo, tal classificação não exime os intervenientes no mercado financeiro e consultores financeiros do dever de informação, em sede pré-contratual, sobre a forma com a qual os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nas suas decisões de investimento e nos serviços de consultoria, ou explicação do motivo pelo qual tais pontos não são relevantes¹⁷².

Por derradeiro, nota-se, novamente, a consciência do legislador comunitário ao prever no art. 17º da *SFDR* as hipóteses de isenções aplicáveis a mediadores de seguros

¹⁷¹ Cf. CÂMARA, Paulo. *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*. p. 27.

¹⁷² Cf. Art. 6º da *SFDR*.

e empresas de investimento de pequeno porte. Todavia, apesar da isenção dos deveres retratados no Regulamento (UE) 2019/2088, referidos entes deverão ter em conta e ponderar os riscos em matéria de sustentabilidade em suas políticas e processos internos¹⁷³.

c) Regulamento (UE) 2020/852

Posteriormente, editou-se o Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, datado de 18 de junho de 2020, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável, e que altera o Regulamento (UE) 2019/2088¹⁷⁴, norma reputada como a pedra angular do quadro normativo europeu sobre finanças sustentáveis.

Inicialmente, pontua-se que a Taxonomia é resultado do longo trabalho promovido pela Comissão visando o fomento de uma estrutura jurídica destinada às finanças sustentáveis, sendo relevante rememorar que a criação de sistema de classificação de atividades sustentáveis foi inicialmente apontada no “Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável” como medida imprescindível para o êxito do plano¹⁷⁵.

Alhures, destacou-se em sede preambular que a rotulagem de produtos financeiros conforme seu grau de sustentabilidade do ponto de vista ambiental constitui método eficaz para o aumento da confiança dos investidores, sensibilização desses sobre os impactos de tais produtos e incentivos a produtos financeiros genuinamente sustentáveis (v.g. obrigações verdes)¹⁷⁶. No entanto, ressaltou-se que a ausência de pacificação legislativa sobre o tema ao nível da União Europeia apresentava-se como um óbice ao correto funcionamento do mercado comunitário¹⁷⁷, ao permitir que fossem apresentadas pelos intervenientes do mercado financeiro aos investidores diferentes conceituações e *lables* que dificultavam, ou mesmo impossibilitavam, a comparabilidade dos produtos e possibilitar a prática do ecobranqueamento¹⁷⁸.

¹⁷³ Cf. Considerando nº 6.

¹⁷⁴ Tendo em conta a sua temática, a norma é usualmente citada como “Taxonomia” ou *Taxonomy Regulation – TR*.

¹⁷⁵ Cf. Considerando nº 6 e “COM/2018/97 final”.

¹⁷⁶ Cf. Considerandos nº 11 e 14.

¹⁷⁷ Cf. Considerandos nº 12 e 13.

¹⁷⁸ Em compasso com a redação do Considerando nº 11, conceitua-se o ecobranqueamento como o “*termo que designa a prática de obtenção de uma vantagem concorrencial desleal ao*

Isso posto, em compasso com seus Considerandos, o Regulamento (UE) 2020/852 se propõe a (i) facilitar a identificação se certas atividades são ambientalmente sustentáveis; (ii) evitar padrões distintos sobre a matéria entre os Estados-Membros que possam prejudicar a competição e acarretar distorções no mercado comunitário; (iii) suavizar o encargo de diligências aos potenciais investidores; e (iv) mitigar a prática do *greenwashing* mediante a previsão de definição acerca de quais atividades e investimentos poderão ser considerados como efetivamente sustentáveis¹⁷⁹.

Nessa direção, a Taxonomia apresenta como objetivo primário previsto em seu art. 1º o estabelecimento de critérios claros e harmônicos a nível comunitário que sejam aptos a verificar se uma atividade econômica e em qual grau um investimento¹⁸⁰ poderão ser qualificados como sustentáveis do ponto de vista ambiental.

Assim, as alíneas “a” à “d” do art. 3º do Regulamento (UE) 2020/852 preveem em sua redação quatro máximas que uma atividade econômica deverá atender de modo cumulativo para ser considerada como ambientalmente sustentável¹⁸¹.

No que tange à primeira (art. 3º, alínea “a”) e segunda (art. 3º, alínea “b”) máximas, propõe-se que a atividade apresente uma contribuição substancial positiva para o atingimento de ao menos um dos objetivos ambientais previstos na Taxonomia¹⁸² e ao

comercializar um produto financeiro como sendo ecológico, quando, na realidade, os padrões ambientais básicos não são cumpridos”. Ressalta-se que o presente termo também é usualmente tratado como “*greenwashing*”.

¹⁷⁹ Cf. ROLO, A. Garcia. *ESG and EU Law: From the Cradle of Mandatory Disclosure to More Forceful Steps. In The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 204.

¹⁸⁰ O termo “investimento sustentável do ponto de vista ambiental” foi conceituado no art. 2º/1 do Regulamento (UE) 2020/852 como um “*investimento numa ou em várias atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental ao abrigo do presente regulamento*”. Desse modo, destaca-se que o referido termo é mais específico que o conceito de “investimento sustentável” previsto na *SFDR*, no âmbito do qual serão considerados como sustentáveis os investimentos que não prejudicarem significativamente nenhum objetivos de natureza ambiental ou social, bem como os investimentos em atividades que contribuam para um objetivo de natureza ambiental, dentre os quais inserem-se as atividade econômicas sustentáveis do ponto de vista ambiental tratadas pelo Regulamento (UE) 2020/852. (Cf. Considerando nº 19 da Taxonomia).

¹⁸¹ Cf. OCH, Marleen. *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope? Working Paper nº. 2020/05. KU Leuven. Jan Ronse Institute for Company & Financial Law*, 2020. p. 3.

¹⁸² O rol taxativo de objetivos ambientais estão previstos no Considerando nº 23 e art. 9º da Taxonomia, sendo esses: (i) mitigação das alterações climáticas; (ii) adaptação às alterações climáticas; (iii) utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos; (iv) transição para uma economia circular; (v) prevenção e o controle da poluição; e (vi) proteção e a restauração da biodiversidade e dos ecossistemas. Por seu turno, a delimitação do entendimento quantitativo

mesmo tempo não apresente contribuição substancial negativa¹⁸³ com relação a outros objetivos ambientais. Importante a menção de que para a avaliação do impacto são tidos em conta tanto o impacto ambiental da própria atividade, como também o impacto ambiental dos produtos e serviços resultantes dessa atividade ao longo de todo o seu ciclo de vida¹⁸⁴.

Logo, depreende-se do exame dos objetivos ambientais que uma atividade econômica poderá ser rotulada no contexto da Taxonomia como “verde” (*green*), “capacitante” (*enabling*) ou de “transição” (*transition*)¹⁸⁵.

Nesse sentido, as atividades serão “verdes” quando contribuirão efetivamente para o atingimento de uma ou mais metas ambientais. Por sua vez, apesar de pôr si só não fornecerem contribuição significativa para mitigação de alterações climáticas, as atividades serão enquadradas como “capacitantes” na medida em que potencializem diretamente a capacidade de outras atividades contribuir para o atingimento dos objetivos ora tratados, desde que não a atividade potencializadora não contribua para a dependência a longo prazo da atividade potencializada¹⁸⁶.

Por outro lado, será rotulada como atividade de “transição” aquela que se situa em segmento econômico que demanda uma redução significativa de gases com efeito estufa e/ou em segmento no qual não existam, por ora, alternativas viáveis no plano tecnológico ou financeiro para a supressão da emissão de referidos gases nocivos ao ambiente, mas que se empenham, na medida do possível, no sentido de limitar seus impactos negativos aos objetivos ambientais¹⁸⁷.

e qualitativo do termo “contribuição substancial” para cada um dos objetivos listados acima foi prevista pelo legislador europeu nos arts. 10º à 16º da Taxonomia, respectivamente. Por oportuno, pontua-se que o objetivo “utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos” deverá ser interpretado em conformidade com os atos normativos da União Europeia descritos no Considerando nº 26.

¹⁸³ Referido requisito é um desdobramento lógico do princípio de “não prejudicar significativamente”, trazido no art. 2º/17 do Regulamento (UE) 2019/2088.

¹⁸⁴ Cf. Considerando nº 34 e art. 17º/2 da Taxonomia. Nesse sentido, o art. 17º/1 traz uma lista exemplificativa de situações consideradas prejudiciais aos objetivos climáticos perseguidos pelo Regulamento (UE) 2020/852.

¹⁸⁵ Cf. SCHUETZE, Franziska; e STEDE, Jan. *EU Sustainable Finance Taxonomy – What Is Its Role on the Road towards Climate Neutrality? Discussion Paper n.º. 1923. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung - DIW Berlin, 2020. p. 8.*

¹⁸⁶ Cf. Considerando nº 42 e art. 16º/1 da Taxonomia.

¹⁸⁷ Cf. Considerando nº 41 e art. 10º/2 da Taxonomia.

Dessa forma, em que pese essa atividade momentaneamente situar-se em sentido oposto aos objetivos ambientais traçados no Regulamento (UE) 2020/852¹⁸⁸, o racional de seu enquadramento como atividade de “transição” é promover e fomentar as opções substancialmente menos danosas em termos ambientais, quando comparadas à média, em segmentos econômicos vitais, visando incentivar uma mudança de comportamento entre seus pares¹⁸⁹.

Além disso, com relação à terceira máxima (art. 3º, alínea “c”), a atividade deverá ser executada em observância à padrões mínimos na seara social e laboral, definidos em atos normativos da União Europeia e quase normativos redigidos por organismos internacionais, descritos no art. 18º da Taxonomia.

Por derradeiro, a quarta máxima (art. 3º, alínea “d”) consiste na satisfação de critérios técnicos de avaliação¹⁹⁰ do grau de sustentabilidade de uma atividade do ponto de vista ambiental, que tenham sido estabelecidos através de atos delegados a serem adotados pela Comissão¹⁹¹.

Nessa tarefa, a Comissão deverá observar os elementos elencados no art. 19º do Regulamento (UE) 2020/852, dentre os quais merece destaque a necessidade de previsão de critérios preferencialmente quantitativos com limiares (alínea “c”), que sejam de utilização simples, estabelecidos de modo a facilitar a verificação do seu cumprimento (alínea “k”) e que tragam em sua redação requisitos mínimos que deverão ser cumpridos para a atividade não prejudicar significativamente objetivos ambientais (alínea “b”), assim como possíveis pontos para o desenvolvimento positivo dos objetivos (alínea “a”).

Ressalta-se que tais critérios de avaliação deverão ser examinados de modo periódico (trianual)¹⁹², de forma a permanecerem sempre precisos e adequados à

¹⁸⁸ Por exemplo, os objetivos “mitigação das alterações climáticas” e “prevenção e o controlo da poluição”, previstos no art. 9º, alíneas “a” e “e” da Taxonomia.

¹⁸⁹ Cf. OCH, Marleen. *op. cit.* p. 6.

¹⁹⁰ Os critérios técnicos de avaliação são mencionados nos arts. 10º/3, 11º/3, 12º/2, 13º/2, 14º/2 e 15º/2 da Taxonomia conforme o respectivo objetivo ambiental perseguido.

¹⁹¹ Cf. art. 23º da Taxonomia. Nesse rumo, destaca-se que visando complementar o Regulamento (UE) 2020/852 houve a emissão do Regulamento Delegado (UE) 2021/2139 da Comissão em 4 de junho de 2021. Segundo disposto no art. 1º e 2º, o anexo II do regulamento define os critérios técnicos de avaliação para determinar em que condições uma atividade econômica é qualificada como contribuindo substancialmente para a (i) mitigação e (ii) adaptação das alterações climáticas e se tal atividade não prejudica significativamente o cumprimento de nenhum dos outros objetivos ambientais estabelecidos no art. 9º da Taxonomia.

¹⁹² Cf. art. 26º da Taxonomia.

constante evolução científica e tecnológica e garantirem a eficácia dos critérios previstos no art. 3º para adequadamente qualificarem uma atividade/produto como sustentável do ponto de vista ambiental. Para tanto, a Comissão poderá valer-se do auxílio de peritos e partes interessadas¹⁹³.

Sem embargo dos claros avanços que a Taxonomia proporcionará, cabe a nota de que desafios se apresentam ao completo atingimento dos efeitos por ela pretendidos. Um ponto de preocupação reside na assunção realizada pelo legislador de que, uma vez disponibilizadas informações sobre a classificação ambiental de um produto/atividade, os investidores adotarão uma postura proativa no sentido da seleção de investimentos com base em critérios não financeiros¹⁹⁴.

Tal mudança representaria um fomento às opções de investimento sustentáveis e, em teoria, forçaria um movimento de adequação do mercado para enquadrarem-se atividades de “transição” e “verdes”, buscando a manutenção da capacidade competitiva de seus participantes¹⁹⁵.

d) Diretiva 2022/2464/UE

Através do exame da *NFRD*, *SFDR* e da Taxonomia, observa-se que tais normas formaram o quadro normativo com pretensão de incorporar questões ambientais e sociais no cotidiano das sociedades comerciais através da introdução de deveres de informação e de classificação do grau de sustentabilidade de atividades/produtos, ressalvadas as especificidades de cada norma, assim como endereçaram a questão da governança corporativa de modo tangencial¹⁹⁶.

¹⁹³ Cf. Considerando nº 38 da Taxonomia.

¹⁹⁴ Não obstante a dúvida existente, evidências empíricas atestam que uma parcela de investidores estão dispostos a dispor de parte do retorno financeiro trazido por seus investimentos em contrapartida da melhora dos índices de sustentabilidade ambiental de seus investimentos, em especial com relação à mitigação das mudanças climáticas. Nesse caminho, uma pesquisa realizada no ano de 2022 pelo banco *Deutsche Bank AG* com 849 investidores com os quais possui relações comerciais conclui que 42% deles optariam por investir em companhia com um *rating ESG* “AAA” com retornos anuais de 4% ao invés de investirem em uma empresa com *rating ESG* “CCC”, mas que forneça retornos de 8%. (Cf. *Deutsche Bank AG. ESG Survey 2022: trends and concerns*. p. 16.)

¹⁹⁵ Cf. STEUER, Sebastian; TRÖGER, Tobias H. *The Role of Disclosure in Green Finance*. In *Journal of Financial Regulation*, Vol. 8, nº. 1, 2022. Oxford Academic. p. 37/38.

¹⁹⁶ Rememora-se que os “fatores de sustentabilidade” definidos na *SFDR* (art. 2º/24) contemplam majoritariamente as dimensões ambiental e social, sendo a dimensão da governança corporativa apenas abordada de forma tangencial através do combate à práticas lesivas como a corrupção e o

Visando majorar o nível de transparência de informações relacionadas ao tópico *ESG*¹⁹⁷ e ampliar o número de empresas sujeitas ao regime, houve a edição da Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022, que altera o Regulamento (UE) 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/UE, no que diz respeito ao relato de sustentabilidade das empresas¹⁹⁸.

Em linha com a crescente influência dos fatores *ESG* no mercado financeiro e com a conscientização da sociedade civil sobre as implicações dos riscos ambientais, sociais e de governança corporativa na seara financeira, destacou-se no Considerando nº 8 da diretiva em análise a necessidade de substituição da nomenclatura “informações não financeiras”, adotada pela *NFRD*, por “informações sobre sustentabilidade”.

Ademais, foi esclarecido na fase preambular que as informações objeto de reporte no contexto da *CSRD* destinam-se, prioritariamente, (i) aos investidores, visando melhorar a compreensão dos riscos e oportunidades negociais, e (ii) à sociedade civil, possibilitando a verificação do real impacto causado pela sociedade comercial¹⁹⁹.

Outrossim, com o intuito de evitar discriminações entre as empresas atuantes no mercado financeiro, ampliou-se o rol de entes sujeitos ao dever de publicação de informações periódicas sobre sustentabilidade²⁰⁰, recaindo tal obrigação tanto às grandes empresas²⁰¹, quanto às demais sociedades comerciais com valores mobiliários negociados

suborno. Por seu turno, a Taxonomia direciona seu enfoque a questões ambientais, com pequenas salvaguardas no âmbito social. Ainda sobre o assunto, cf. ROLO, A. Garcia. *op. cit.* p. 207.

¹⁹⁷ Sobre a importância da criação de norma que amplia a discussão sobre o tema *ESG*, destaca-se que “a imposição de deveres de divulgação do modo como as empresas endereçam (ou não) as referidas questões de sustentabilidade ambiental, social e de governação assenta na necessidade de criar para os investidores e mais genericamente, para todos os stakeholders níveis de informação adequados sobre as práticas da empresa nessa matéria, na expectativa de que seja a própria pressão dos grupos de interesse e as preocupações reputacionais a orientar, por um lado, os responsáveis das empresas num determinado caminho e, por outro, todos quantos com ela se relacionam no sentido de (re)ponderarem se pretendem continuar a relacionar-se, com uma empresa que desconsidera esses interesses e objetivos supraindividuais.” (DIAS, Gabriela Figueiredo. *Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais. In Cadernos do mercado de valores mobiliários sobre os 20 anos do código dos valores mobiliários. Coimbra: Almedina, 2021. p. 741.*)

¹⁹⁸ Frente a temática desenvolvida, a norma é usualmente citada como *Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD* (Diretiva Divulgação de Informações sobre Sustentabilidade das Empresas).

¹⁹⁹ Cf. Considerando nº 9 da *CSRD*.

²⁰⁰ Cf. Considerandos nº 17 e 19 da Diretiva (UE) 2022/2464.

²⁰¹ Segundo o Considerando nº 17, por grandes empresas entende-se as “(...) entidades de interesse público com um número médio de empregados superior a 500 e as entidades de interesse

em mercados regulamentados, sejam elas sediadas no território da União Europeia ou em países terceiros²⁰². Ressalta-se que pequenas e médias empresas também estão sujeitas ao dever de informação em análise, sendo apenas eximidas as microempresas, nos termos do Considerando nº 21 e art. 1º/3 e 4.

Nesse caminho, o legislador europeu alterou o art. 2º da Diretiva 2013/34/UE de modo a incluir dois conceitos chave para o entendimento e operacionalização da *CSRD*²⁰³, quais sejam (i) “questões de sustentabilidade”, definido como os fatores ambientais, sociais, relativos aos direitos humanos e de governança, sendo realizada a inclusão em seu escopo dos já mencionados “fatores de sustentabilidade” trazidos pela *SFDR*; e (ii) “relato de sustentabilidade”, conceituado como a comunicação de informações relacionadas com “questões de sustentabilidade”, nos termos definidos acima.

Isso posto, o art. 19º-A da Diretiva 2013/34/UE também foi emendado. Sua nova redação determinou que os sujeitos supramencionados divulgassem periodicamente o relato de sustentabilidade, contendo informações suficientes para a compreensão do impacto da atividade empresarial da companhia em questões de sustentabilidade e avaliação do modo com o qual os fatores *ESG* interagem com a evolução, performance e posição de mercado da empresa²⁰⁴.

Vale ressaltar que o reporte em questão deverá apresentar as informações elencadas no art. 19º-A/2 da Diretiva 2013/34/UE, sendo pertinente o realce ao dever de descrever (i) a forma com a qual o modelo de negócio e estratégia da empresa são compatíveis com a transição para uma economia sustentável e atingimento da neutralidade climática e metas estabelecidas pelo Acordo de Paris (alínea “a”); (ii) os objetivos calendarizados (alínea “b”) e políticas empregadas (alínea “d”) pela empresa em relação às questões de sustentabilidade; e (iii) o papel desempenhado pelos órgãos de administração da sociedade comercial no tocante à direção e supervisão das metas e políticas em matéria *ESG* (alínea “c”).

público que sejam empresas-mãe de um grande grupo com um número médio de empregados superior a 500, numa base consolidada”.

²⁰² Cf. art. 1º/14 da *CSRD*, que alterou a Diretiva 2013/34/UE de modo a incluir o Capítulo 9-A (Comunicação de Informações Relativas a Empresas de Países Terceiros).

²⁰³ Cf. art. 1º/2, alínea “b” da *CSRD*.

²⁰⁴ Cf. art. 19º-A/1 da Diretiva 2013/34/UE.

Além do mais, a Diretiva (UE) 2022/2464 incrementou os deveres da empresa sob a ótica social ao incluir a alínea “g” no art. 20º/1 da Diretiva 2013/34/UE, que versa sobre a declaração sobre a governança da sociedade. Desse modo, além das informações anteriormente previstas (*e.g.* menção ao código de governança e sistemas de controles internos e gestão de riscos), a sociedade comercial também deverá apresentar no relatório uma descrição da política de diversidade aplicada aos seus órgãos colegiados, nomeadamente os de administração, direção e supervisão²⁰⁵. Tal política deverá ser elaborada em termos da diversidade de gênero, idade, deficiência, entre outros aspectos.

Quanto à matéria, ressalta-se a pertinência da diversidade nos órgãos de administração da empresa, dado seu potencial de aprimorar o processo de tomada de decisões e funções de supervisão do órgão ao reduzir a tendência do “*groupthink*”²⁰⁶, segundo a qual a inclinação de membros de certo grupo a atingir um consenso reduz sua capacidade de análise crítica de uma situação.

No mesmo rumo, entende-se que a diversidade de gênero e etnicidade de membros de órgão colegiado aprimora sua dinâmica interna, ao permitir o surgimento de visões e opiniões distintas sobre problemáticas corporativas em razão das diferentes experiências e perspectivas de seus membros²⁰⁷. Tal heterogeneidade oportuniza uma alta qualidade de análise e apresentação de soluções inovadoras que beneficiam a empresa e seus diversos *stakeholders*.

Outrossim, tal qual ocorreu na *NFRD*, a *CSRD* trouxe emenda ao art. 29º-A da Diretiva 2013/34/UE, mediante o qual foram expostas as obrigações de divulgação do relato de sustentabilidade a nível consolidado do grupo das sociedades pela sociedade-mãe.

Em continuidade, ressaltou-se a necessidade da elaboração de normas comuns e obrigatórias para o relato de sustentabilidade exigido pelos ora alterados arts. 19º-A e 29º-A da Diretiva 2013/34/UE que, frente ao seu relevo, possibilitassem a equiparação do estatuto das informações sobre sustentabilidade ao das informações financeiras²⁰⁸. Nesse

²⁰⁵ Cf. art. 1º/5, alínea “a” da *CSRD*.

²⁰⁶ Cf. RHODE, Deborah L.; PACKEL, Amanda K. *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?* In *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 39, nº. 2, 2014. p. 393.

²⁰⁷ Cf. *Ibid.* p. 393.

²⁰⁸ Cf. Considerando nº 37 da *CSRD*.

rumo, as normas deverão ser harmonizadas com outros normativos correlatos da União Europeia, com destaque à *SFDR*²⁰⁹, bem como estarem em compasso com princípios e sistemas internacionalmente reconhecidos em matéria de reporte de sustentabilidade e conduta empresarial responsável²¹⁰, buscando minimizar o encargo administrativo/operacional às companhias que já realizavam tal reporte de maneira voluntária. Desse modo, estipulou-se na redação do Capítulo 6-A (Normas de Relato de Sustentabilidade) da Diretiva 2013/34/UE que as disposições atinentes ao relato de sustentabilidade seriam introduzidas mediante a publicação de atos delegados²¹¹.

Por derradeiro, por intermédio de seu art. 1º/18, a *CSRD* inseriu o art. 28º-A na Diretiva 2013/34/UE, mediante o qual determinou-se a elaboração de relatório de garantia de fiabilidade relativo ao relato de sustentabilidade pelo revisor oficial de contas da sociedade comercial.

Esta introdução se deve ao acertado entendimento de que a ausência da garantia de fiabilidade do relato de sustentabilidade ameaçaria a credibilidade das informações sobre sustentabilidade divulgadas. Desse modo, o trabalho de auditoria asseguraria a compatibilidade de tal relato com as normas técnicas aplicáveis (*ESRS*, *in casu*) e a conectividade e coerência entre as informações financeiras e sobre sustentabilidade²¹².

Por fim, importante a menção de que o art. 5º da *CSRD* fixou o dia 06 de julho de 2024 como a data limite para a transposição da norma aos ordenamentos jurídicos internos dos Estados-Membros. Nessa esteira, pontua-se que a aplicação da diretiva em análise ocorrerá de modo faseado²¹³, oponível de modo parcial à alguns entes nos exercícios

²⁰⁹ Cf. Considerando nº 41 da *CSRD*.

²¹⁰ Cf. Considerandos nº 43 e 45 da *CSRD*, com menção expressa aos já abordados *guidelines* e *standards* publicados pela *GRI* e *SASB*, em matéria de sustentabilidade, e OCDE, quanto ao tema da responsabilidade empresarial.

²¹¹ Cf. art. 1º/8 da *CSRD*. Nesse sentido, pontua-se que o Parlamento Europeu e o Conselho, amparados nos estudos técnicos conduzidos pelo *European Financial Reporting Advisory Group - EFRAG*, adotaram em 31/07/2023, através do documento “C/2023/5303 final”, o ato delegado, ainda pendente de publicação, que determina que o relato de sustentabilidade deverá ser reportado em conformidade com os *European Sustainability Reporting Standards – ESRS*. No referido ato, foram instituídas (a) normas transversais: Requisitos gerais (*ESRS 1*); e Divulgações gerais (*ESRS 2*); (b) normas em matéria ambiental: Alterações climáticas (*ESRS E1*); Poluição (*ESRS E2*); Recursos hídricos e marinhos (*ESRS E3*); Biodiversidade e ecossistemas (*ESRS E4*); Utilização dos recursos e economia circular (*ESRS E5*); (c) normas em matéria social: Própria mão de obra (*ESRS S1*); Trabalhadores na cadeia de valor (*ESRS S2*); Comunidades afetadas (*ESRS S3*); Consumidores e utilizadores finais (*ESRS S4*); e (d) normas em matéria de governança corporativa: Conduta empresarial (*ESRS G1*).

²¹² Cf. Considerandos nº 60 e 61 da *CSRD*.

²¹³ Cf. art. 5º/2, alíneas “a”, “b” e “d” da *CSRD*.

financeiros com início em ou após 1 de janeiro de 2024 e oponível de modo pleno a todos os entes a ela sujeitos nos exercícios financeiros com início em ou após 1 de janeiro de 2026.

3. As Obrigações ESG

Em razão de sua crescente relevância no contexto financeiro e consequente adoção por investidores como fator relevante, ou mesmo crucial no processo de tomada de decisões de investimento, pontua-se que os fatores ESG também trouxeram transformações significativas no campo dos instrumentos financeiros mobiliários²¹⁴, através da mutação de produtos cotidianos, tais quais as obrigações, em produtos direcionados ao atingimento de objetivos ESG.

Nesse sentido, verifica-se no cenário financeiro atual a existência de diversas categorias de obrigações, cada qual visando um espectro próprio dentro do campo ESG, com destaque para as *catastrophe (CAT) bond*²¹⁵, *social bond*²¹⁶, *green bond*, *sustainability bond*²¹⁷, *sustainability-linked bond (SLB)*²¹⁸, além de outras obrigações

²¹⁴ Sobre o assunto, clarifica-se que “os instrumentos financeiros mobiliários (ou “valores mobiliários”) são, desde logo, instrumentos típicos ou primordiais do mercado de capitais em sentido estrito (...) este mercado é tradicionalmente caracterizado por ser um mercado financeiro de médio e longo prazo, constituído por investidores institucionais e não institucionais, e sujeito a supervisão própria (entre nós, a CMVM).” (ANTUNES, José A. Engrácia. Os instrumentos financeiros. 3ª ed. rev. e atualizada. Coimbra: Almedina, 2017. p. 58/59.)

²¹⁵ A *catastrophe bond* consiste em instrumento de dívida que permite ao seu emissor a obtenção de fundos, em contraprestação ao pagamento do valor depositado acrescido de juros, visando a mitigação de riscos financeiros gerados por eventos naturais catastróficos (e.g. furacões, terremotos etc.). Nesse sentido, a simples ocorrência de um evento catastrófico ou seu grau de magnitude, conforme índices paramétricos pré-estabelecidos, poderão ser definidos como gatilhos para a permissão do emprego dos recursos obtidos com a emissão da obrigação. (Cf. ANDO, Sakai *et al.* *Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets. IMF Staff Climate Note 2022/004, International Monetary Fund*, 2022. p. 9.)

²¹⁶ Na seara social, merece menção o *EU SURE Social Bond*. Através da edição do Regulamento (UE) 2020/672 do Conselho de 19 de maio de 2020, objetivou-se a criação de um instrumento europeu de assistência financeira temporária da União Europeia aos Estados-Membros, o qual foi designado como *SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency)*. Tal instrumento visou atenuar os riscos socioeconômicos, em especial a crise no mercado de trabalho e onda de desemprego, decorrentes da situação de emergência gerada pelo surto de COVID-19. Para o financiamento do *SURE*, a Comissão lançou mão da emissão de obrigações sociais, com prazos de maturidade de 5, 7, 8, 10, 15, 20, 25 e 30 anos, em nove rodadas de emissão compreendidas no período de 20/10/2020 até 07/12/2022, nas quais houve a arrecadação de aproximadamente EUR 98.4 bi. (Disponível em: https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure_en. Acessado em: 15/06/2023)

²¹⁷ A *sustainability bond* pode ser conceituada como uma obrigação em que os recursos obtidos dos obrigacionistas serão exclusivamente empregados para o financiamento ou refinanciamento de projetos que resultem em benefícios ambientais e sociais. (Cf. *ICMA. Sustainability Bond Guidelines*, 2021.)

²¹⁸ A *SLB* é obrigação cujas características financeiras e estruturais poderão variar, mas que apresentam como elemento essencial, subjacente a sua emissão, o atingimento de objetivos ou melhoria de indicadores de sustentabilidade e/ou ESG em determinado período por parte do emissor da obrigação, não sendo necessária sua vinculação com projetos específicos. Em razão de tratar-se de valores mobiliários baseados em desempenho futuro do emissor, sugere-se que a

correlatas²¹⁹.

3.1. Considerações preliminares sobre as obrigações

No campo geral, a obrigação é um valor mobiliário previsto em lei²²⁰ que “(...) consiste num documento representativo de um direito de crédito que confere, ao seu titular, a faculdade de exigir a restituição da quantia monetária avançada, a que acrescem os juros acordados, na data de vencimento do empréstimo”²²¹. Nesse rumo, ao conferirem direitos de crédito ao seu titular, nomeado obrigacionista, as obrigações se enquadram como uma fonte de financiamento da companhia emissora através de capitais alheios, obtidos no mercado financeiro e oriundos de investidores externos²²².

SLB apresente como componentes básicos, definidos em momento prévio à sua emissão, uma seleção de (i) *Key Performance Indicators – KPIs* e (ii) *Sustainability Performance Targets – SPTs*, visando conferir-lhe maior credibilidade perante os investidores. Frisa-se que os *KPIs* deverão ser relevantes e materiais no que concerne à atividade econômica desenvolvida pelo emissor, bem como mensuráveis e quantificáveis segundo uma metodologia clara e consistente. Por seu turno, os *SPTs* representam o nível de ambição do emissor com relação às metas a serem atingidas com a *SLB*. Nesse caminho, reputa-se relevante que as metas sejam traçadas de modo realista e consistentes com a política geral de sustentabilidade/*ESG* adotada pela companhia. Ademais, os *SPTs* deverão representar um avanço material e significativo nos índices de sustentabilidade e *ESG* do emissor no decorrer de determinado período de tempo e quando possível, serem comparáveis com referências externas (v.g. metas definidas em acordos internacionais e índices médios de companhias situadas no mesmo setor econômico do emissor) (Cf. *ICMA. Sustainability-Linked Bond Principles, 2023.*)

²¹⁹ A grande dinamicidade do mercado de obrigações *ESG* resulta no surgimento de novas categorias de obrigações mediante um processo de ramificação temática. Exemplos dessa tendência são as *gender bonds* e *blue bonds*. A primeira (*gender bond*) é um desdobramento da *social bond* e tem como escopo o (re)financiamento de projetos voltados à promoção da igualdade de gênero e empoderamento feminino. Já a segunda (*blue bond*) é uma ramificação da *green bond* e destina-se ao subsídio de projetos voltados à preservação de recursos naturais marinhos, bem como fomento da exploração sustentável da “economia azul”, a qual compreende atividades econômicas direta e indiretamente ligadas aos oceanos.

²²⁰ No âmbito português, cf. CSC, Capítulo IV, arts. 348º até 372º-B e CVM, Capítulo I, art. 1º/1, alínea “a”.

²²¹ CORDEIRO, A. Barreto Menezes. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 165. Ainda, no que tange aos deveres das partes contratantes, “o titular da obrigação – muito reveladoramente designado credor obrigacionista – tem o dever de entregar fundos à sociedade emitente e a entidade emitente está vinculada à obrigação sinalagmática de restituir o montante que lhe é mutuado e, sendo convencionado, os respectivos juros.” (CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. p. 152.)

²²² Com relação ao tema, “as empresas podem angariar financiamento por via da dívida quer diretamente junto de investidores – através da emissão de obrigações – quer obtendo empréstimos de bancos e outros mutuantes. (...) Tornar-se, assim, possível distinguir dois sistemas alternativos de financiamento: um sistema bancário (*bank-based system*) e um sistema baseado no mercado (*market-based system*).” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de corporate finance. - 2ª ed. - Coimbra: Almedina, 2015. p. 121/122). Nesse sentido, a oferta da obrigação aos investidores externos poderá ocorrer de modo privado ou público em mercado regulamentado, devendo ser observados os respectivos procedimentos e deveres estipulados no CVM sobre o tema.

Além do mais, a doutrina especializada reputa que a utilização do referido valor mobiliário é vantajosa²²³, elencando dentre os pontos positivos (i) o baixo custo e risco para a companhia emissora quando comparado ao financiamento mediante capitais próprios; (ii) segurança, estabilidade e flexibilidade no processo de obtenção de recursos; e (iii) redução de custos operacionais e da dependência do financiamento mediante o sistema bancário.

Por seu turno, o legislador português elaborou no art. 360º do CSC um rol exemplificativo de modalidades de obrigações, distinguíveis entre si segundo a carga de proteção e direitos que concedem ao seu titular, o obrigacionista²²⁴.

Todavia, uma obrigação clássica (*plain vanilla*) caracteriza-se pelo reembolso do capital investido ao término do prazo de maturidade, acrescido da incidência de juros, sejam eles fixos ou variáveis, os quais serão pagos de modo periódico ou unitário no vencimento da obrigação. Além disso, em regra, as obrigações clássicas não conferem garantias ao seu titular.

Por derradeiro, as obrigações poderão estar sujeitas tanto ao direito privado (*e.g. corporate bonds*²²⁵ e *project bonds*) quanto ao direito público (*v.g. public covered credit securities*²²⁶ e *supranational, sub-sovereign and agency – SSA bond*).

²²³ Cf. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de *corporate finance*. p. 140.

²²⁴ Nessa seara, as obrigações poderão ser classificadas “(...) de acordo com vários critérios, entre eles os relativos à existência (ou não) de pagamento de juro (*v.g. obrigações de cupão-zero*) e ao respectivo método de cálculo, ao reembolso do capital (*v.g. obrigações perpétuas e quase-perpétuas*), às garantias concedidas, ao emitente, ao prazo e até ao local de emissão.” (PIRES, Florbela de Almeida. Código das Sociedades Comerciais Anotado. Coord. António Menezes Cordeiro. 5ª ed. atualizada. Coimbra: Almedina, 2022. p. 1204.)

²²⁵ Exemplificativamente, as obrigações emitidas por sociedades comerciais por ações (art. 348º e seguintes do CSC) e instituições de crédito (arts. 4º/1 e 9º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de dezembro).

²²⁶ De acordo com a redação do art. 32º/2 do Decreto-Lei nº 59/2006, de 20 de março, tais obrigações sobre o setor público são emitidas por instituições de crédito e garantidas por “(...) créditos sobre administrações centrais ou autoridades regionais e locais de um dos Estados membros da União Europeia e créditos com garantia expressa e juridicamente vinculativa das mesmas entidades”. Nesse rumo, “trata-se de obrigações emitidas por entidades do setor privado que beneficiam de um privilégio creditório especial sobre créditos que o emitente tem sobre as referidas entidades do setor público, sendo subsidiariamente regidas pelo regime das obrigações hipotecárias.” (ANTUNES, José A. Engrácia. Os instrumentos financeiros. p. 125.)

3.2. As Obrigações Verdes (*Green Bonds*)

Feitos os comentários preambulares supramencionados, sublinha-se que as obrigações verdes serão objeto de análise detalhada no presente estudo, dado seu maior relevo em termos de emissão no cenário global²²⁷ e comunitário²²⁸.

3.2.1. Conceito

Do ponto de vista histórico, a primeira obrigação com características “verdes” do mundo foi emitida em 05 de julho de 2007 pelo *European Investment Bank – EIB*, sendo designada pela instituição a época como uma *Climate Awareness Bond*²²⁹.

Em sequência, pontua-se que as *green bonds* possuem estrutura semelhante à obrigação convencional, sendo um instrumento de dívida destinado à obtenção de recursos de investidores em geral. Todavia, a característica distintiva da *green bond* consiste na sua classificação, por seu emissor, como “verde”, sendo comprometido que os proventos obtidos com a emissão da obrigação serão exclusivamente destinados ao (re)financiamento de projetos, ativos ou atividades empresariais que tragam um benefício ou gerem um impacto ambiental positivo²³⁰. Dada a existência de uma destinação concreta para os recursos levantados com a emissão da obrigação, tal instrumento também é enquadrado como uma “*use of proceeds bond*”.

²²⁷ Estima-se que no ano de 2023 os valores envolvidos na emissão de *green bonds* no mercado financeiro global serão próximos da marca de USD 600 bi. (Disponível em: <https://globalmarkets.cib.bnpparibas/green-bond-growth-to-return-in-2023/>. Acessado em: 21/06/2023)

²²⁸ No contexto europeu, merece nota o *NextGenerationEU Green Bond*. Mediante a edição do Regulamento (UE) 2020/2094 do Conselho de 14 de Dezembro de 2020, por meio do qual criou-se um instrumento de recuperação da União Europeia para apoiar financeiramente os Estados-Membros no contexto da mitigação dos efeitos econômicos adversos e recuperação da crise gerada pela COVID-19, o qual foi conhecido como *NextGenerationEU*. Visando reunir recursos a serem empregados para tais metas, a União Europeia valeu-se da emissão de obrigações verdes (*NextGenerationEU Green Bonds*), sendo projetado que tais instrumentos recolheram EUR 250 bi., aproximadamente 30% dos recursos que serão gastos no contexto do *NextGenerationEU*. (Disponível em: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en. Acessado em: 18/06/2023)

²²⁹ Disponível em: https://www.eib.org/en/OLD-investor_relations/cab/index.htm. Acessado em: 17/07/2023.

²³⁰ Cf. OCDE. *Green bonds: mobilising the debt capital markets for a low carbon transition*. Paris: OECD Publishing. 2015. p. 5. No mesmo sentido, “A particularidade das *green bonds* reside apenas no objetivo específico que preside à sua emissão: o produto da emissão de *green bonds* destina-se a ser usado em projetos com benefícios ambientais e que promovam o baixo consumo de carbono.” (GIÃO, João Sousa. *Green Bonds*. In O novo direito dos valores mobiliários – I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros. Coimbra: Almedina, 2017, p. 313.)

Ainda, frisa-se que, buscando dar conforto aos investidores de que os fundos angariados mediante a emissão da obrigação serão efetivamente alocados no projeto ambiental, o emissor poderá valer-se de serviços de certificação, revisão e/ou auditoria prestados por consultores externos e independentes²³¹.

Outrossim, o emissor da *green bond* poderá pleitear a inclusão da obrigação em índices de referência (*index*)²³² e sua comercialização em mercados regulamentados especializados em finanças sustentáveis²³³. Tais estratégias serão especialmente pertinentes para a atração de investidores institucionais, os quais, por mecanismos de governança corporativa, poderão apresentar limitação ou vedação ao investimento em valores mobiliários que não sejam *benchmark-eligible*.

Alhures, salienta-se que a especificidade da obrigação verde, qual seja o atingimento de um objetivo ambiental, também acarreta ao seu emissor uma carga majorada de deveres de informação perante o obrigacionista, sendo o reporte de dados ambientais somado ao convencional reporte de informações financeiras²³⁴.

Nesse rumo, na fase pré-contratual, em conformidade com os requisitos previstos no art. 7º/1 e 135º/1 do CVM, o emissor deverá prestar informações completas, verdadeiras, atuais, claras e objetivas no que tange ao objetivo ambiental que os recursos angariados com a *green bond* pretende (re)financiar e às etapas previstas para seu atingimento, de modo que tais informações possam ser quantificadas e avaliadas pelo potencial investidor. Já no contexto da fase posterior à emissão da obrigação, recairá ao seu emissor o ônus de prestar informações sobre a evolução do objetivo ambiental subsidiado pelo instrumento, passando tais dados, preferencialmente, por processo de validação por revisores externos independentes, em compasso com as melhores práticas.

²³¹ Cf. OCDE. *Green bonds: mobilising the debt capital markets for a low carbon transition*. p. 8.

²³² Dentre os índices com maior respaldo no mercado financeiro destacam-se o *S&P Green Bond Index and Green Project Bond Index* e *Barclays MSCI Green Bond Index*.

²³³ No âmbito europeu, merece destaque a *Luxembourg Green Exchange - LGX*, plataforma dedicada exclusivamente à listagem de fundos de investimento e negociação de valores mobiliários sustentáveis, tais como obrigações *ESG* (*green, social, sustainability bonds* e *SLBs*). A *LGX* que foi lançada no ano de 2016 pela *Luxembourg Stock Exchange (LuxSE)* e conta com volume de negociação de obrigações sustentáveis superior à EUR 910 bi. até o momento. (Disponível em: <https://www.luxse.com/discover-lgx>. Acessado em: 30/06/2023.)

²³⁴ Cf. BARBOSA, Mafalda Miranda. *Green bonds: riscos e responsabilidade*. In Boletim de ciências económicas. Vol. 62 (2019). Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. p. 87.

Dado o caráter essencial da destinação ambiental subjacente para a caracterização da *green bond*²³⁵, sinaliza-se que eventual erro cometido pelo emissor quanto ao enquadramento “verde” do projeto ou sobre seu potencial de gerar impactos positivos poderá ocasionar consequências no que tange a validade e vigência do negócio jurídico celebrado entre o obrigacionista e a sociedade comercial emissora da obrigação verde.

No cenário de erro quanto à destinação verde da obrigação, poderá arguir-se a anulação do negócio jurídico por parte do obrigacionista²³⁶, com fundamento no art. 252º/2 do Código Civil - CC. Por seu turno, na hipótese do projeto ambiental não se concretizar ou revelar-se como inviável no curso do período de maturidade da obrigação, o obrigacionista poderá pleitear a resolução do contrato²³⁷, com fulcro no art. 432º/1 do CC. Nos termos do referido dispositivo legal, a resolução será admitida caso convencionada entre as partes, *in casu*, nas condições contratuais da *green bond*, ou por força de lei²³⁸.

Além disso, podem ser destacados três potenciais racionais subjacentes à emissão de uma *green bond* por parte da sociedade comercial²³⁹, quais sejam (i) a sinalização do comprometimento da companhia com questões ambientais (*signaling argument*); (ii) o

²³⁵ A particularidade “ambiental” da obrigação verde poderá ser considerada como uma das “bases do negócio”. Nessa acepção, “(...) integram a “base do negócio” os elementos essenciais para a formação da vontade do declarante e o conhecimento pela outra parte, os quais, por não corresponderem à realidade, tornam a exigência do cumprimento do negócio concluído gravemente contrário aos princípios da boa-fé” (CORDEIRO, António Menezes. Tratado de direito civil português. I - Parte geral, tomo I. 4ª ed. reformulada e atualizada. Coimbra: Almedina, 2012 [reimpressão 2021]. p. 834.)

²³⁶ Com relação ao assunto, menciona-se que “sendo essencial e próprio, e dizendo respeito a uma circunstância que ambas as partes assumiram como essencial na contratação, de tal modo que pode até ter determinado uma diferente rentabilidade e uma diferente taxa de juro da obrigação, a subscrição obrigacionista pode ser anulada, nos termos do artigo 252º/2 CC.” (BARBOSA, Mafalda Miranda. *op. cit.* p. 88/89)

²³⁷ Nesse sentido, clarifica-se que “a resolução do contrato vem prevista nos arts. 432º e ss., e consiste na extinção da relação contratual por declaração unilateral de um dos contraentes, baseada num fundamento ocorrido posteriormente à celebração do contrato. Efectivamente, ao contrário da revogação, a resolução processa-se sempre através de um negócio jurídico unilateral.” (LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. Direito das obrigações. Vol. 2: Transmissão e extinção das obrigações: Não cumprimento e garantias de crédito. 13ª ed. Coimbra: Almedina, 2021. p. 102.)

²³⁸ Dentre os argumentos legais que poderão ser suscitados pelo obrigacionista para a resolução do contrato destaca-se a impossibilidade culposa do cumprimento contratual pela contraparte, previsto no art. 801º/2 do CC.

²³⁹ Cf. FLAMMER, Caroline, *Corporate green bonds In Journal of Financial Economics*, Vol. 142, nº. 2. Elsevier, 2021. p. 501.

ecobranqueamento das práticas da empresa (*greenwashing argument*); e/ou (iii) a obtenção de (re)financiamento a menores custos (*cost of capital argument*).

No que concerne ao primeiro racional, pontua-se que a emissão de obrigações verdes poderá apresentar-se como fonte majorante da credibilidade da empresa no contexto empresarial, dado a afetação dos capitais coletados à projetos comprometidos com a geração de impactos ambientais positivos.

Nesse rumo, rememora-se que, apesar dos recentes avanços no contexto europeu trazidos pela *SFDR*, Taxonomia e *CSRD*, a divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade pelas companhias é incipiente no contexto global. Desse modo, considerando as características particulares que permeiam tal classe de obrigações, sua emissão poderá ser considerada como fator de mitigação da ausência de dados concretos da sociedade comercial sobre o modo com o qual ela lida com fatores de sustentabilidade. Inclusive, destaca-se que “(...) *as green bonds são por vezes mais procuradas pelo seu label (reputação) do que pelo seu objetivo (mérito), o que significa que investidores menos qualificados podem esquecer a estrutura ou o retorno financeiro esperado e/ou conseguido*”²⁴⁰.

Além disso, o racional do *signaling* busca a materialização dos efeitos positivos reputacionais através do aumento da performance financeira da sociedade comercial emissora da obrigação e o maior engajamento dos obrigacionistas (*active ownership*)²⁴¹ com a companhia no longo prazo, dado o compartilhamento de valores no campo ambiental entre as partes contratantes.

No que concerne ao segundo racional, qual seja o acesso à financiamento de menor custo, necessário rememorar as considerações trazidas no contexto da discussão dos efeitos positivos gerados pela adoção de fatores *ESG* na performance financeira da companhia. Pondera-se que referido impacto benéfico poderá ser refletido tanto em menores taxas para obtenção de (re)financiamento por meio de endividamento (*e.g.* menor taxa de juros [*yield*] da obrigação verde quando comparada à obrigação convencional, beneficiando-se da predisposição do investidor em receber menor retorno

²⁴⁰ CATARINO, Luís Guilherme. Instrumentos Económicos para eficiência energética, mercado “regulados” de eficiência energética e novas soluções de mercado. *In* O direito da eficiência energética. Coimbra: Instituto jurídico da faculdade de direito da Universidade de Coimbra, 2017, p. 669.

²⁴¹ Cf. FLAMMER, Caroline, *op. cit.* p. 510.

financeiro em contraprestação à resultado ambiental positivo de seu investimento, o chamado *greenium*²⁴²), quanto no aumento do *valuation* da companhia em razão da adoção de práticas voltadas à sustentabilidade²⁴³.

Por seu turno, o terceiro racional vai em sentido diametralmente oposto ao primeiro, visando o ecobranqueamento. Não obstante a existência de métodos menos sofisticados e custosos para a promoção do *greenwashing* (e.g. divulgação de informações seletivas e descontextualizadas²⁴⁴ quanto à performance ambiental da companhia), reputa-se que a falta de atos normativos que disciplinem as características mínimas das obrigações verdes possui o condão de causar distorções no mercado de obrigações e prejuízos aos obrigacionistas²⁴⁵, ao possibilitar a participação de emissores que utilizam-se da carência de clareza normativa para promoverem o ecobranqueamento.

Esclarece-se que as dúvidas sobre a integridade do mercado de obrigações verdes surge em razão da ausência de um conceito impositivo para o caráter “verde” da obrigação em causa, fato acrescido pela relativa incipiência dos agentes nele inseridos²⁴⁶. Nesse sentido, o avanço das *green bonds* pautou-se no modelo da “auto-certificação”, segundo o qual “(...) são os próprios emitentes, em conjunto com os respectivos consultores e intermediários financeiros, que decidem rotular determinada obrigação como *green bond*”²⁴⁷.

Assim, o modelo da auto-certificação apresenta-se como contraditório²⁴⁸: por um lado positivo, possibilita a redução de obstáculos ao crescimento do mercado das

²⁴² A diferença de *yield* entre a *green bond* e a obrigação convencional é usualmente rotulada como “*greenium*” ou “*green premium*”, portanto, referem-se à precificação de benefícios baseados na lógica de que alguns investidores estão dispostos à aceitação de *yields* menores em contrapartida à um impacto ambiental positivo. (Cf. PIETSCH, Allegra; e SALAKHOVA, Dilyara, *Pricing of Green Bonds: Drivers and Dynamics of the Greenium. Working Paper n.º. 2022/2728. European Central Bank – ECB, 2022. p. 14.*)

²⁴³ Cf. FLAMMER, Caroline, *op. cit.* p. 512.

²⁴⁴ Conhecida como “*cherry picking*”, a prática se caracteriza pela disponibilização exclusiva de informações positivas e vantajosas ou análise tendenciosa de dados ou descontextualizada, de modo a induzir o investidor à uma conclusão errônea sobre determinado assunto.

²⁴⁵ Cf. FLAMMER, Caroline, *op. cit.* p. 511.

²⁴⁶ No que tange ao assunto, “(...) não menos importante é a falta de “*literacia verde*” por parte de emitentes, de consultores, de auditores e dos investidores (mesmo de reguladores), que não é ajudada se não houver uma *standardização das condições obrigacionistas e uma avaliação e monitorização por auditores ou partes terceiras independentes e credíveis que afaste a possibilidade de greenwashing: a utilização de fundos para outros fins.*” (CATARINO, Luís Guilherme. *op. cit.* p. 666.)

²⁴⁷ GIRÃO, João Sousa. *op. cit.* p. 315.

²⁴⁸ Cf. *Ibid.* p. 317.

obrigações verdes ao permitir o acesso desburocratizado de novos emissores; já por um lado negativo, não impõe barreiras intransponíveis à utilização da *green bond* para finalidades alheias ao seu objetivo de fomento a projetos com impacto ambiental positivo, acarretando danos à credibilidade de mercado de obrigações verdes.

3.2.2. Governança Privada das Obrigações Verdes

Pontua-se que o vácuo legal e regulatório acerca do tema, assim como a potencial insegurança trazida pela auto-certificação, foi preenchido pela governança privada, por meio da atuação de organizações internacionais emissoras de *standards*²⁴⁹. Tais *standards* são atos quase normativos e voluntários (*soft law*)²⁵⁰ que, tal como ocorre na seara dos fatores e práticas *ESG*, buscam padronizar certos aspectos inerentes às obrigações *ESG*, incluindo, mas não se restringindo às *green bonds*.

Nessa seara, a *International Capital Markets Association – ICMA* apresenta-se como uma das associações de governança privada de maior realce no mercado financeiro, sendo emissora de diversos *standards* relacionados as obrigações *ESG*²⁵¹, os quais encontram ampla adesão no contexto internacional²⁵², com especial destaque para os *Green Bond Principles – GBP*.

Com vistas a cumprir seu papel de uniformização, ao elaborar os *GBP*, a *ICMA* trouxe uma definição para a *green bond* em compasso com os pontos já apresentados, qual seja, um tipo de obrigação²⁵³ onde os recursos ou um valor equivalente serão

²⁴⁹ Cf. FERREIRA, Manuel Requicha. *The New ESG Bond Markets*. In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 154.

²⁵⁰ Rememora-se que “*por soft-law entendemos o conjunto de regras que, constituindo modelos de adoção aconselhada, não são impostos aos agentes econômicos a que se destinam, ficando a respectiva observância a seu critério. A soft-law concretiza-se, assim, na autorregulação das entidades a que as regras se destinam.*” (CUNHA, Paulo Olavo. *op. cit.* p. 577.)

²⁵¹ Além dos *GBP*, a *ICMA* também emitiu orientações acerca das obrigações sociais (*Social Bond Principles*), sustentáveis (*Sustainability Bond Guidelines*) e às obrigações ligadas à sustentabilidade (*Sustainability-Linked Bond Principles*).

²⁵² Prova incontestável do respeito galgado pela *ICMA*, inclusive no espaço comunitário europeu, é o fato do *EU SURE Social Bond* ter sido emitido em linha com os *ICMA Social Bond Principles* (cf. *EU SURE Social Bond Framework*, de 07 de outubro de 2020. p. 5) e o *Next Generation EU Green Bond* ser baseado nos princípios expostos no *ICMA Green Bond Principles* (cf. comunicação SWD(2021) 242 final, de 07 de setembro de 2021. *Next Generation EU Green Bond Framework*. p. 9.)

²⁵³ A *ICMA* entende que poderão ser emitidos quatro tipos de obrigações verdes alinhadas com os *GBP*, nomeadamente a (i) *Standard Green Use of Proceeds Bond*, obrigação verde padrão alinhada aos *GBP* com possibilidade de execução do emissor em caso de não cumprimento; (ii) *Green Revenue Bond*, obrigação garantida por um colateral onde o risco de crédito será empregado para o fluxo de caixa, receitas e pagamento de impostos e taxas, sendo que os

exclusivamente empregados para o financiamento ou refinanciamento, total ou parcial, de projetos verdes elegíveis, novos ou já existentes, que estejam alinhados com os quatro componentes centrais do *GBP*²⁵⁴.

O primeiro pilar estrutural do *GBP* é o “uso dos recursos” (*use of the proceeds*)²⁵⁵. Nesse rumo, a *ICMA* destaca que os proventos da obrigação deverão ser destinados à projetos verdes elegíveis²⁵⁶ que tragam benefícios ambientais visíveis e passíveis de serem quantificados pelo emissor da obrigação verde. Alhures, na hipótese conjunta de financiamento e refinanciamento de projetos, sugere-se a divulgação objetiva do percentual estimado que será utilizado para cada uma das modalidades.

Em sequência, o segundo ponto central dos *GBP* é o “processo para a avaliação e seleção de projetos” (*process for project evaluation and selection*)²⁵⁷. Na presente etapa, sugere-se ao emissor da *green bond* a adoção de elevado grau de transparência para com os potenciais investidores, mediante a comunicação dos objetivos ambientais perseguidos pelo projeto verde, assim como de informações complementares sobre os processos adotados para a identificação, gestão e mitigação de riscos materiais socioambientais ao projeto que porventura sejam identificados.

Ainda nesse contexto, a *ICMA* propõe que o emissor divulgue o eventual alinhamento do projeto verde com sistemas de taxonomia oficiais, tais quais a Taxonomia no espaço comum europeu, e as de certificações de caráter ambiental obtidas pelo projeto.

proventos serão destinados ao projeto ambiental ; (iii) *Green Project Bond*, obrigação destinada ao (re)financiamento de um ou mais projetos verdes, sendo que nesse caso o investidor possui exposição direta ao risco de insucesso do projeto verde, podendo existir, ou não, possibilidade de execução do emissor; e (iv) *Secured Green Bond*, obrigação na qual o projeto verde, securitizações ou outros ativos serão empregados como garantia, total ou parcialmente, da obrigação. (Cf. *ICMA. Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing green bonds*. 2021. p. 8.)

²⁵⁴ Cf. *ICMA. Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing green bonds*. 2021. p. 3.

²⁵⁵ Cf. *Ibid.* p. 4.

²⁵⁶ A *ICMA* pontua que a definição taxativa de quais projetos possuem o condão de atingir objetivos verdes será dada através de iniciativas legislativas (tais como a Taxonomia, no âmbito da União Europeia). Entretanto, a associação destaca algumas categorias de projetos que, em seu entendimento, seriam elegíveis para o alcance de benefícios ambientais, dentre as quais destacam-se energias renováveis; eficiência energética; prevenção e controle da poluição; adaptação às mudanças climáticas; e conservação da biodiversidade terrestre e aquática (Cf. *Ibid.* p. 4/5).

²⁵⁷ Cf. *Ibid.* p. 5.

Por seu turno, o terceiro elemento trazido pelos *GBP* é a gestão dos recursos (*management of proceeds*)²⁵⁸. Nessa esfera, recomenda-se que os proventos da obrigação sejam alocados em uma subconta e administrados pelo emissor de modo individual, segregado de outros títulos (*bond-by-bond approach*). No entanto, ressalta-se que sua administração conjunta/agregada de várias obrigações verdes (*portfolio approach*) não é vedada pela *ICMA*. Em ambos os casos, buscando conferir máxima credibilidade à gestão financeira dos fundos pelo emissor da obrigação, sugere-se o emprego de serviços de revisores externos independentes em todas as etapas no processo de gestão em comento.

Por fim, o quarto requisito para a aderência da obrigação verde aos *GBP* é a realização de reportes (*reporting*)²⁵⁹. Para tanto, destaca-se que o emissor deverá atualizar as informações inerentes à alocação dos recursos e desenvolvimento do projeto verde custeado pela *green bond* mediante a divulgação de relatórios anuais endereçados aos obrigacionistas, ressalvadas as hipóteses de eventos com impactos materiais, os quais deverão ser tratados em reportes específicos e imediatos, de modo que a transmissão de tal fato relevante não seja extemporânea.

Visando majorar o grau de transparência, a *ICMA* também propõe que os relatórios sejam acompanhados de dados quantificáveis que indiquem o nível de performance do projeto (*KPIs*).

No que tange à recomendação supramencionada acerca da utilização de análises externas para a garantia da integridade do projeto verde e da gestão dos recursos da obrigação verde pelo emissor, a *ICMA* sugere a adoção de seus *guidelines* sobre a matéria²⁶⁰, segundo os quais referido auxílio poderá ocorrer através do emprego isolado ou cumulativo de *external reviews* na fase prévia (*pre-issuance*) e posterior (*post-issuance*) à emissão da obrigação.

Dentre as modalidades reconhecidas pela *ICMA*²⁶¹, destaca-se a (i) segunda opinião (*second party opinions*); (ii) verificação (*verification*); (iii) certificação (*labelling*); e/ou (iv) *scoring/rating*. É pressuposto que as referidas opiniões, análises e certificações sejam emitidas por entidade externa, com reconhecida experiência no campo

²⁵⁸ Cf. *Ibid.* p. 6.

²⁵⁹ Cf. *Ibid.* p. 6.

²⁶⁰ Cf. *ICMA. Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability- Linked Bonds External Reviews*. 2022.

²⁶¹ Cf. *Ibid.* p. 3.

e independente do emissor da obrigação, sob risco de serem suscitadas dúvidas pelos obrigacionistas e demais interessados sobre a parcialidade de suas conclusões.

Quanto às *second party opinions*, a ICMA reputa que esse seja o método de *external review* mais empregado no mercado das obrigações verdes. Tal mecanismo consiste em uma revisão independente do quadro de leis, regulamentos e guias utilizados no processo de emissão da obrigação verde, além do exame da compatibilidade do projeto subsidiado com políticas ambientais e de sustentabilidade adotadas pelo emissor²⁶².

No plano das *green bonds*, destaca-se que uma das metodologias existentes para embasar a segunda opinião é a nomeada “*Shades of Green*”, na qual o projeto que será (re)financiado pelos recursos da obrigação é classificado conforme sua “gradação verde”²⁶³, que será estimada levando em consideração tanto o arcabouço normativo existente e aplicável acerca de sustentabilidade (*e.g.* taxonomias), quanto critérios técnicos/científicos sobre os impactos da atividade econômica no meio ambiente (*v.g.* emissão de gás carbônico).

Com relação à certificação, merece nota o trabalho desenvolvido em âmbito internacional pela *Climate Bonds Initiative – CBI*. Nessa seara, a *CBI*, alinhada com as metas do Acordo de Paris, desenvolveu o *Climate Bonds Standard and Certification Scheme – CBS*. Destaca-se que o *CBS* é um mecanismo de adesão voluntária para a concessão de certificações ao nível de projetos, ativos, portfólio de ativos e instrumentos

²⁶² Cf. PARK, Stephen Kim. *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*. In *Stanford Journal of International Law*, Vol. 54, nº. 1, 2018. p. 28/29.

²⁶³ Segundo a metodologia, o projeto poderá ser classificado como (i) *dark green* (na hipótese de projetos que efetivamente contribuam no longo prazo para economia de baixo carbono e resiliente às mudanças climáticas); (ii) *medium green* (projetos possuam tendência à redução, estejam no caminho para uma economia de baixo carbono e resiliente às mudanças climáticas, mas que ainda não alcançaram tal estágio); (iii) *light green* (projetos voltados à atividades de transição, ou seja, que atualmente não contribuem para a economia de baixo carbono, mas poderão contribuir para o tal objetivo no futuro próximo); (iv) *yellow* (projetos não enquadrados como de transição e que podem contribuir para economia de alto carbono e mudanças climáticas); ou (v) *red* (projetos que efetivamente contribuam para a economia de alto carbono e mudanças climáticas). Tal metodologia foi desenvolvida em 2015 pelo *Center for International Climate Research – CICERO* e posteriormente adquirida no ano de 2022 pela S&P Global Ratings. (Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/shades-of-green>. Acessado em: 06/07/2023.)

de dívida (v.g. empréstimos e obrigações)²⁶⁴ ou de sociedades comerciais que atestem sua compatibilidade e adequação à economia sustentável ou de transição²⁶⁵.

Ao nível da certificação das entidades, destaca-se que o esquema apresentado no *CBS* se aplica exclusivamente para companhias atuantes em segmentos econômicos não financeiros e cujas atividades econômicas desenvolvidas (i) tenham atingido ou estejam em vias de atingir a neutralidade climática (*net zero*), ou (ii) caso a atividade praticada ainda apresente significativa emissão de gás carbônico, possua um plano de transição²⁶⁶ em andamento para transformar os impactos de sua atuação econômica em neutros no clima²⁶⁷, hipóteses essas em que postularão a certificação como “*aligned*” e “*transition*”²⁶⁸, respectivamente.

Por derradeiro, oportuno ressaltar que, caso a entidade em processo de certificação esteja inserida em uma relação de grupo societário, certos requisitos deverão ser cumpridos pela sociedade-mãe²⁶⁹ para a conclusão exitosa do processo de certificação daquela pela *CBI*.

3.2.3. Governança Híbrida das Obrigações Verdes

Em que pese a governança privada ser particularmente útil no endereçamento ágil de pontos e problemas relacionados às obrigações verdes, tal como de modo alinhado às

²⁶⁴ Importante ressaltar a interação entre os mecanismos de governança privada ora analisados, visto que no processo de certificação de obrigações verdes segundo o *CBS* será avaliada a aderência do valor mobiliário aos *GBP*. (Cf. *CBI. Climate Bonds Standard and Certification Scheme*. 2023. p. 13.)

²⁶⁵ A *CBI* entende que a economia de transição visa a concessão de suporte financeiro para companhias inseridas em setores econômicos de alta emissão de carbono, possibilitando a implementação de planos de curto, médio e longo prazo para o atingimento da neutralidade climática. (Cf. *Ibid.* p. 8.)

²⁶⁶ O plano de transição da atividade econômica da sociedade deverá apresentar elementos mínimos definidos pela *CBI*, quais sejam: (i) metas temporais para o atingimento da neutralidade climática; (ii) indicadores de performance que viabilizem o acompanhamento do progresso inerente à mitigação dos impactos climáticos e adaptação/resiliência da atividade econômica às mudanças climáticas; (iii) processos de governança corporativa que contemplem a supervisão e gestão do plano de transição, preferencialmente executado pelo conselho de administração e/ou administradores sêniores da sociedade; e (iv) divulgação pública de informações referentes ao plano de transição, buscando conferir-lhe transparência e credibilidade. (Cf. *Ibid.* p. 29.)

²⁶⁷ Cf. *Ibid.* p. 27.

²⁶⁸ Cf. *Ibid.* p. 34.

²⁶⁹ Nesse sentido, a sociedade-mãe também deverá comprometer-se com o atingimento da neutralidade climática das atividades exploradas por todo o grupo, apresentando um plano de transição para tanto. Na hipótese da atividade preponderante consistir na exploração de combustíveis fósseis, deverá ser compromissada a não expansão de tal atividade. (Cf. *Ibid.* p. 37.)

necessidades dos agentes do mercado financeiro em nível transnacional, tal regime não é livre de fragilidades.

Em contraposição às leis e regulamentações públicas (*hard law*), criadas por meio de um processo legislativo conduzido por agentes eleitos e/ou por eles designados, discute-se que a governança privada carece de legitimidade²⁷⁰, dado que seu processo de elaboração não é necessariamente transparente e poderá ser tendencioso aos interesses de certos núcleos de agentes que exerçam maior influência econômica, em detrimento aos interesses de outros grupos menos influentes.

Além disso, a descentralização da governança privada permite a fragmentação²⁷¹ de atos quase normativos sobre o assunto, os quais, caso não estejam alinhados entre si, acarretam contradições e incoerências em nível amplo, fatos esses que contribuem para a insegurança dos utilizadores dos mecanismos de governança privada e impactam a credibilidade do mercado de obrigações verdes.

Porém, considerando que os modelos de governança privada já existem e possuem ampla recepção, reputa-se que a superação de suas deficiências com vistas a tornar o mercado de obrigações mais coeso e resiliente dependerá da adoção de uma postura híbrida²⁷². No modelo misto proposto, a governança pública atuará de modo complementar e sinérgico à governança privada, no sentido de conferir-lhe legitimidade e pacificar a pluralidade de atos quase normativos²⁷³.

No cenário atual, rememora-se que os *GBP* (governança privada) determinam que os recursos da obrigação deverão (re)financiar projetos que apresentem benefícios ambientais. Por seu turno, relembra-se que a Taxonomia (governança pública) tem como principal objeto o estabelecimento de critérios aptos a determinar se um produto de

²⁷⁰ Cf. PARK, Stephen Kim. *op. cit.* p. 34.

²⁷¹ Cf. *Ibid.* p. 36.

²⁷² A hibridização é representada pela coexistência de dispositivos legais (*hard law*) e quase normativos (*soft law*) que governam de modo simultâneo determinado assunto do ponto de vista jurídico. Considera-se que a hibridização poderá manifestar-se de três formas distintas: (i) básica, mediante a qual a governança privada limita-se à complementar os parâmetros já definidos em lei, agir em excesso aos requisitos legais; (ii) instrumental, onde a governança privada é enquadrada como método auxiliar, por meio cooperação de agentes públicos e privados, para o desenvolvimento e implementação de princípios estabelecidos em lei; e (iii) *default*, forma em que a regulação de certa matéria é delegada preponderantemente à governança privada, desde que sejam observados critérios mínimos definidos em lei, sendo a tutela pública apenas acionada na hipótese de incumprimento ou crise do sistema de governança privado. (Cf. *Ibid.* p. 39.)

²⁷³ Cf. *Ibid.* p. 44.

investimento poderá ser designado como sustentável do ponto de vista ambiental. Desse modo, no processo integrativo de análise da conformidade da obrigação aos *GBP* ou a outro instrumento de governança privada, também deverá ser empregada a Taxonomia para a verificação se o projeto por ela subsidiado trará impactos positivos aos objetivos ambientais nela previstos para, assim, postular a alcunha de “verde”.

A governança híbrida também apresenta manifestações em projetos legislativos conduzidos no espaço comunitário europeu, ao menos no que tange às obrigações verdes.

3.2.3.1. Obrigação Verde Europeia

Com relação ao assunto, em conformidade com os eixos temáticos traçados na comunicação “COM/2018/097 final” e com sua missão institucional, o *TEG* conduziu estudos relacionados a criação de um arcabouço jurídico comunitário aplicável às obrigações emitidas com a classificação “verde”, designadas “obrigações verdes europeias” (*European Green Bonds – EuGB*).

Ressalta-se que os estudos conduzidos pelo *TEG* culminaram na emissão do relatório final sobre estândares aplicáveis às obrigações verdes europeias (*European Green Bond Standard – EuGBS*)²⁷⁴ em 19 de junho de 2019.

Em suas considerações, o *TEG* justificou a pertinência da estandardização da matéria como forma de enfrentamento das principais dificuldades notadas pelo mercado de obrigações verdes²⁷⁵ que não tenham sido completamente superadas pelos instrumentos de governança privada e, por conseguinte, para promover a transparência e integridade do ecossistema financeiro em análise.

Nessa lógica, frente ao respaldo e alta capilaridade dos mecanismos de governança privada existentes, o *TEG* propôs uma abordagem híbrida, de modo que a manifestação formal da União Europeia seja harmonizada com as melhores práticas existentes à nível internacional sobre o assunto²⁷⁶, sendo inclusive feita menção nominal aos *standards*

²⁷⁴*TEG. Report on EU Green Bond Standard. 2019.*

²⁷⁵ A título exemplificativo, dentre as barreiras listadas pelo *TEG*, estão a (i) a escassez de projetos a serem (re)financiados que efetivamente sejam considerados como “verdes” dado a incerteza sobre quais seriam as características de um projeto elegível, gerada pela pluralidade de interpretações e conceitos; (ii) preocupação dos emissores e investidores quanto aos riscos reputacionais relacionados ao ecobranqueamento e ao envolvimento em um projeto que revele-se como não “verde” em momento futuro; e (iii) complexidade, pluralidade, alto custo e eventuais problemas de qualidade dos processos de revisão externa por terceiros. (Cf. *TEG. op. cit.* p. 21).

²⁷⁶ Cf. *Ibid.* p. 16.

emitidos pela *ICMA* e *CBI*. Em seu relatório, o *TEG* trouxe como recomendação a outorga de natureza voluntária ao *EuGBS*, de modo que o padrão fosse adotado como um ato normativo não vinculante²⁷⁷, limitando-se a prever requisitos a serem seguidos por emissores, intermediários e terceiros envolvidos no processo de emissão da obrigação verde de modo não mandatário.

Adicionalmente, foram apresentados no relatório do *TEG* os componentes nucleares para a adequação da obrigação verde ao *EuGBS*.

Em primeiro lugar, o *TEG* asseverou que o projeto “verde” (re)financiado pela obrigação deverá estar alinhado à Taxonomia²⁷⁸. Dessa forma, conceituou-se tal termo como o projeto que contribua substancialmente com ao menos um dos seis objetivos ambientais previstos na Taxonomia²⁷⁹, enquanto não prejudique nenhum dos outros objetivos ambientais e esteja em conformidade com salvaguardas sociais mínimas²⁸⁰.

Como segundo ponto central, em benefício à transparência e comparabilidade com outros valores mobiliários equivalentes, bem como alinhado com o *management of proceeds* estipulado nos *GBP*, sugeriu-se a elaboração de um quadro padronizado onde o emissor apresentará aos potenciais investidores e demais agentes do mercado os aspectos da obrigação verde negociada.

No modelo idealizado pelo *TEG*²⁸¹, o *green bond framework* deverá objetivamente trazer os seguintes dados: (i) o objetivo ambiental que se pretende atingir com o projeto verde, acompanhado do respectivo racional; (ii) a metodologia empregada para determinar se o *green project* está em conformidade com Taxonomia; (iii) descrição do projeto verde que será (re)financiado com os proventos da *EuGB*; (iv) procedimentos para a demonstração da alocação dos recursos obtidos no projeto verde; (v) metodologia e pressupostos a serem empregados no cálculo dos índices de medição de performance (*KPIs*) do projeto e demais impactos por ele ocasionados; e (vi) descritivo dos reportes que serão realizados no curso do período de maturidade da *EuGB*.

²⁷⁷ Cf. *Ibid.* p. 31.

²⁷⁸ Cf. *Ibid.* p. 27.

²⁷⁹ Cf. art. 9º da Taxonomia.

²⁸⁰ Tais salvaguardas são representadas por princípios e direitos estipulados nos diplomas e tratados internacionais elencados no art. 18º da Taxonomia.

²⁸¹ Cf. *TEG. Op. cit.* p. 29.

Em terceiro lugar, o *TEG* recomendou que o emissor da obrigação aderente ao *EuGBS* realize reportes periódicos, com periodicidade mínima anual, disponibilizados ao público, preferencialmente em seu sítio eletrônico ou outros canais oficiais de comunicação, e que tenham como referência uma obrigação verde europeia específica (*project by project level*) ou todo o portfólio de obrigações do emissor (*portfolio level*).

De acordo com as melhores práticas em termos de transparência, o relatório em comento deverá abordar questões inerentes à alocação (*allocation*) e impacto (*impact*)²⁸². Enquanto o primeiro vincula-se à gestão financeira do empreendimento, o segundo tem como enfoque a performance do projeto, contemplando a evolução das metas pré-definidas (*KPIs*) e os impactos ambientais e sociais por ele gerados, sejam esses positivos ou negativos.

Com relação ao quarto ponto nuclear do *EuGBS*, recomendou-se a adoção de processo obrigatório de verificação da *EuGB* por parte de entidades verificadoras externas²⁸³. O foco idealizado seria voltado à verificação da adequação da obrigação aos requisitos legais, técnicos e informacionais inerentes à fase de pré-emissão, bem como à gestão dos proventos da obrigação no desenrolar da fase pós-emissão.

No entanto, o *TEG* condiciona o desempenho da referida atividade de verificação a entidades credenciadas. Nesse contexto, recomendou-se que a autorização e supervisão de tais entes fosse realizada de modo centralizado pela ESMA²⁸⁴, dada sua competência institucional para a fiscalização e coordenação de assuntos conexos ao mercado de capitais no espaço europeu.

3.2.3.2. Proposta de Regulamento relativo às EuGB

Por sua vez, a Comissão, municiada pelas conclusões e recomendações trazidas pelo *TEG* em seu relatório final, emitiu a comunicação “COM/2021/391 final” de 06 de julho de 2021, mediante a qual apresentou a “Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às Obrigações Verdes Europeias”²⁸⁵.

Em vista das condições adversas e desiguais trazidas ao mercado de obrigações e aos investidores em decorrência da pluralidade de *guidelines* e *standards* privados sobre

²⁸² Cf. *Ibid.* p. 30.

²⁸³ Cf. *Ibid.* p. 31.

²⁸⁴ Cf. *Ibid.* p. 40.

²⁸⁵ A título informativo, frisa-se que em 28 de fevereiro de 2023 foi anunciado o atingimento de acordo político entre o Parlamento Europeu e o Conselho sobre a proposta acima mencionada.

o tema²⁸⁶, traçou-se no art. 1º da Proposta de Regulamento, como objeto do ato normativo, a estipulação de requisitos uniformes²⁸⁷ e de adoção voluntária para a utilização da designação “obrigação verde europeia” ou *EuGB* por parte de qualquer entidade que emita obrigações, seja ele um ente soberano ou empresas financeiras ou não financeiras. Também se objetivou no art. 1º a criação de um sistema de registro e supervisão de verificadores externos de obrigações verdes pela ESMA.

Em compasso com o arcabouço normativo da União Europeia, para o atingimento da característica “verde”, sublinhou-se que as receitas da obrigação deverão ser exclusivamente destinadas ao (re)financiamento de atividades econômicas que sejam classificadas como “sustentáveis do ponto de vista ambiental”²⁸⁸ e estejam, dessa forma, alinhadas com os objetivos ambientais estabelecidos no art. 9º da Taxonomia.

Nessa direção, conforme disposto no art. 3º da Proposta de Regulamento, a rotulagem do valor mobiliário como uma *EuGB* dependerá da estrita observância dos requisitos estabelecidos no regulamento proposto durante a fase prévia e posterior à emissão. Dentre eles, o art. 6º do regulamento em discussão determina a afetação das receitas obtidas com a obrigação para atividades econômicas que cumpram os requisitos da Taxonomia ou que irão cumprir esses requisitos num prazo não superior a cinco anos²⁸⁹, contado de sua emissão.

Adicionalmente, a Proposta de Regulamento reforça os deveres de transparência impostos ao emissor do valor mobiliário ao determinar a emissão, e posterior publicação em seus sítios eletrônicos²⁹⁰, de ficha informativa sobre a *EuGB*, em momento prévio à sua emissão, assim como de relatório relativo à afetação das receitas da obrigação verde europeia já no curso de seu período de vigência. Com o propósito de reforçar a credibilidade do mercado de obrigações verdes europeias e endereçar uma das principais preocupações do *TEG*, o legislador introduz o dever de contratação de verificadores externos pelo emissor da obrigação para a conferência das informações publicadas²⁹¹.

²⁸⁶ Cf. Considerando nº 5 da Proposta de Regulamento.

²⁸⁷ Cf. Considerando nº 7 da Proposta de Regulamento.

²⁸⁸ Cf. Considerandos nº 8 e 9 da Proposta de Regulamento.

²⁸⁹ Cf. Considerando nº 12 da Proposta de Regulamento.

²⁹⁰ Cf. Considerando nº 20 da Proposta de Regulamento.

²⁹¹ Cf. Considerando nº 14 e arts. 8º e 9º da Proposta de Regulamento.

De igual modo, recairá sob o emissor o dever de divulgação de relatório de impacto ambiental da obrigação verde europeia ao menos uma vez durante seu prazo de maturidade²⁹². Em compasso com a recomendação do *TEG*, tal relatório deverá ser acompanhado de métricas e metodologias que permitam ao investidor a análise e comparação de seus resultados com outras *EuGB*.

Por fim, caberá à ESMA a incumbência do registro²⁹³ e supervisão da atividade dos verificadores externos, assegurando aos investidores a qualificação profissional e independência de tais profissionais, de modo a evitar a ocorrência de conflitos de interesses ou, quando esses forem inevitáveis, gerir tais conflitos de maneira adequada e transparente²⁹⁴. Para maximizar sua eficácia fiscalizatória, o órgão regulador estará habilitado a impor multas ou outras sanções pecuniárias compulsórias em prejuízo dos verificadores externos caso verificada a ocorrência de infrações decorrentes de conduta dolosa ou negligente²⁹⁵.

²⁹² Cf. Considerando 18 e art. 10º da Proposta de Regulamento.

²⁹³ Cf. art. 14º da Proposta de Regulamento.

²⁹⁴ Cf. Considerandos nº 21 e 24 da Proposta de Regulamento.

²⁹⁵ Considerando nº 27 e arts. 52º e 53º da Proposta de Regulamento.

4. O governo da sociedade comercial e os fatores *ESG*

Conforme apontado nos capítulos anteriores do presente estudo, o desenvolvimento dos fatores *ESG* trouxe alterações significativas no direito financeiro através de sua influência na edição de atos normativos comunitários relativos ao tema (*e.g.* *SFDR*, Taxonomia e *CSRD*) e na transformação de valores mobiliários tradicionais em produtos financeiros voltados ao fomento da economia sustentável.

No entanto, tal evolução também acarreta a inegável majoração dos desafios para a escorreita administração e governo das sociedades, exigindo-se a atuação responsável dos administradores da sociedade comercial para o integral atendimento às exigências legais e de modo a evitar a ocorrência em práticas lesivas que possam acarretar a prejuízos à companhia e a paralela responsabilização de seus administradores.

4.1. A *Corporate Governance*

O governo das sociedades (*governance*) corresponde ao terceiro elemento do acrônimo *ESG*. Apesar do estudo dessa matéria preceder o recente fortalecimento da temática *ESG*, sublinha-se que a governança corporativa é um assunto recorrente devido à sucessão de crises econômicas e escândalos financeiros que possuem em seu cerne a inobservância ou falência de sistemas de controle que almejavam evitá-los.

Por conseguinte, o fator *governance* pode ser entendido, de maneira *lato sensu*, como “(...) o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e controlo (ou fiscalização) das sociedades”²⁹⁶.

Ao adentrar na seara da relação entre a administração e controle da companhia, observar-se-á, em regra, uma separação entre a propriedade da companhia e sua administração, fato que dá ensejo ao chamado “problema de agência”²⁹⁷. Tal problemática poderá ser identificada em diferentes dimensões da dinâmica

²⁹⁶ COUTINHO DE ABREU, Jorge M. Governação das sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2006. p. 6. Ainda sobre o assunto, a OCDE pontua que “o governo das sociedades envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e stakeholders. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorizar o desempenho.” (Cf. OCDE. Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. Paris: OECD Publishing, 2016. p. 9.)

²⁹⁷ Quanto ao tema, afirma-se que “o conflito de agência clássico decorre, como se sabe, da profissionalização da gestão, própria sobretudo das sociedades anónimas: os administradores concentram em si o controle da sociedade, tendo os sócios (proprietários) dificuldade em

empresarial²⁹⁸, sendo pertinente a menção aos problemas de agência na relação entre os acionistas e os administradores, no relacionamento entre os acionistas majoritários e os minoritários, como também na convivência entre a sociedade comercial e demais terceiros interessados.

Nesse contexto, a aplicação da *corporate governance* ambicionará a criação de um conjunto de mecanismos que atuarão como um sistema de freios e contrapesos empregados para restringir o comportamento individualista dos administradores²⁹⁹, ou seja, dissuadir ou evitar que membros de órgãos administrativos da companhia tomem decisões que apenas lhes beneficiem, em detrimento dos interesses da sociedade, dos acionistas e das demais partes interessadas em geral³⁰⁰, os quais, a depender do modelo de governança aplicado, deverão ser avaliados. Assim, a governança terá como finalidade minimizar o problema de agência enfrentado em empresas onde a administração e sua propriedade encontram-se em polos distintos.

Buscando alcançar a salvaguarda dos interesses dos *shareholders* ou *stakeholders*, o arcabouço de governo da sociedade será construído através da utilização harmônica de (i) dispositivos normativos, (ii) instrumentos contratuais e dos (iii) usos e costumes da jurisdição em que a sociedade comercial mantém sua atuação, mesclando ferramentas *by default* e *by design*.

Sob tal perspectiva, as leis e *standards* dominam o panorama da *corporate governance*, dado que fornecem os elementos mínimos e de aplicação universal por parte das empresas (*by default*), fato que lhes conferem maior eficiência na solução de problemas associados ao governo das sociedades³⁰¹ em um cenário macro.

Ainda que sua efetiva aplicação seja restrita no âmbito territorial, pontua-se que alguns diplomas normativos estadunidenses, em vista da dimensão de tal mercado financeiro, são tidos como marcos referenciais no desenvolvimento do governo das

garantir que os interesses dos administradores se encontram alinhados com os seus próprios interesses.” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de governo das sociedades. p. 19.)

²⁹⁸ FERREIRA, Bruno. A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado Enquanto Estratégias de Corporate Governance. In Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, Vol. 30, nº 1, 2008. p. 09.

²⁹⁹ Cf. MACEY, Jonathan R. *Corporate governance: promises kept, promises broken*. Princeton: Princeton University Press, 2008. p. 32/33.

³⁰⁰ Cf. LARCKER, David F.; e TAYAN, Brian. *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education, 2011. p. 8.

³⁰¹ Cf. MACEY, Jonathan R. *op. cit.* p. 46.

sociedades, com destaque para o *Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)* de 1977³⁰², o *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (*SOX*)³⁰³ e o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010³⁰⁴.

Não menos importante é o papel dos atos quase normativos (*soft law*) na edificação de práticas alinhadas com a boa governança das sociedades. De caráter plural e adesão facultativa, tais recomendações podem ser verificados no domínio (i) internacional, mediante os “Princípios de Governo das Sociedades” do G20 e da OCDE; (ii) comunitário europeu, por meio do “Governança europeia — um Livro Branco” da Comissão (COM/2001/428 final, de 12 de outubro de 2001); e (iii) português, por intermédio do “Código de Governo das Sociedades”, editado pelo Instituto Português de Corporate Governance – IPCG e do “Código de Governo das Sociedades” de 2010 da CMVM.

³⁰² Editado no contexto de casos de corrupção envolvendo sociedades de capital aberto com valores mobiliários negociados em bolsas de valores americanas e funcionários de governos estrangeiros, o *FCPA* debruça-se sobre temas centrais relacionados à proibição do suborno e manipulação de livros contábeis, registros e outros documentos com o objetivo da ocultação da conduta ilegal. Nos termos do *FCPA* que a prática do suborno será caracterizada através da oferta, pagamento, promessa de pagamento ou autorização de pagamento de dinheiro ou outros valores à funcionários de governos estrangeiro, candidatos à cargos eletivos ou partidos políticos com o objetivo de influenciar seus atos ou decisões de modo a garantir uma vantagem indevida à companhia ou utilizar a influência política de tais agentes para a obtenção ou manutenção de negócios. (Cf. GIRASA, Roy. *op. cit.* p. 251.)

³⁰³ Reputa-se ao *SOX* o fortalecimento da transparência e redução do risco de fraude corporativa em companhias com valores mobiliários listados em mercados regulamentados. Um dos avanços trazidos no campo do governo das sociedades foi a necessidade das companhias sujeitas ao *SOX* constituírem um comitê de auditoria, órgão responsável pela integridade fiscal da companhia, composto majoritariamente por diretores independentes (Cf. *Title II – Auditor Independence*), os quais, teriam seus deveres legais para com a sociedade auditada majorados, em especial o *duty of care*, fato que os tornariam suscetíveis à responsabilização civil e criminal em caso de descumprimento de suas funções. Clarifica-se que o diretor será independente quando, nos últimos três anos, não tiver sido um empregado ou não possuir relação material com a companhia direta, seja como sócio, acionista e administrador, ou indiretamente, através de outras empresas que possuem relação com a companhia (Cf. COLLEY, John L. *et al. op. cit.* p. 80/81). Pontua-se que o *SOX* também majorou a carga de responsabilidade dos diretores da companhia, determinando que o diretor executivo e o diretor financeiro atestem a veracidade das informações descritas nas demonstrações financeiras da companhia (Cf. *Title III – Corporate Responsibility*). Além disso, o *SOX* introduziu o dever de reporte da companhia à *SEC* sobre a existência de código de ética e conduta para os administradores seniores da companhia (Cf. *Title III – Enhanced Financial Disclosures*).

³⁰⁴ Elaborada em resposta à crise financeira enfrentada pelos EUA entre 2007 e 2008, o ato trata sobre a regulação questões inerentes ao setor bancário, de valores mobiliários, de produtos financeiros, de classificação de crédito, dentre outros pretendo majorar o escopo de proteção aos consumidores e contribuintes. (Cf. GIRASA, Roy. *op. cit.* p. 138.)

Por seu turno, a elaboração e execução de dispositivos contratuais particulares à sociedade atuará de modo complementar aos atos e recomendações legais de efeito *erga omnes*, seja através do preenchimento de eventuais lacunas, do reforço de dispositivos nele previstos ou de modo a aproximar a política de governança corporativa a realidade e necessidades particulares da companhia em questão (*by design*). Para tanto, o instrumento constitutivo da sociedade comercial poderá prever a instalação de estruturas societárias (*e.g.* órgãos e comissões) com viés de fiscalização, bem como seus administradores poderão redigir regulamentos internos e outros dispositivos não estatutários que disciplinem as estruturas de gestão de controle interno, abarcando as competências de auditoria, compliance e gestão de riscos³⁰⁵.

Alhures, ponderoso ressaltar o papel das normas e valores sociais na construção de uma boa governança corporativa. Por esse ângulo, tendo em conta que estes representam a visão da maior parte da população, os usos e costumes serão uma das fontes empregadas para a definição de questões atinentes ao governo interno da companhia, abarcando a questões desde a limitação à remuneração dos executivos até a diversidade na composição de cargos de gestão da companhia³⁰⁶.

As normas sociais servirão como contexto para a codificação e posterior interpretação de atos normativos ou quase-normativos e para resolução de litígios nas esferas judiciais ou arbitrais. Relevante pontuar que alguns modelos foram desenvolvidos buscando categorizar as dimensões dos valores culturais e seus respectivos impactos, sendo de maior relevo os sistemas desenvolvidos por HOFSTEDE e posteriormente por SCHWARTZ³⁰⁷.

Assim, a existência de diferentes pontos de vista, usos e costumes da sociedade acerca dos objetivos principais a serem perseguidos pela sociedade comercial possui

³⁰⁵ Cf. IPCG. Código de Governo das Sociedades. 2018. p. 31.

³⁰⁶ Cf. MACEY, Jonathan R. *op. cit.* p. 58.

³⁰⁷ O modelo de HOFSTEDE traz como dimensões culturais a serem analisadas, passíveis de influenciar o comportamento e governo da sociedade, o modo como a população reage às seguintes noções: (i) individualismo/coletividade; (ii) distribuição de poder de gestão em sociedades comerciais; (iii) forma de lidar com situações incertas ou ambíguas; e (iv) retorno financeiro a curto ou longo prazo. Por sua vez, o modelo de SCHWARTZ introduz ao exame da formação dos usos e costumes outras dimensões de igual relevância, tais como (i) autonomia ou colegialidade no processo de tomada de decisões e (ii) hierarquia ou igualitarismo na distribuição de poderes de gestão da sociedade comercial. (Cf. LICHT, Amir N. *Culture and Law in Corporate Governance. In The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 170/171.)

influência direta na construção da noção de governança corporativa e do entendimento de quais práticas e condutas da empresa para com seus acionistas e *stakeholders* são tidas como aceitáveis ou reprováveis³⁰⁸.

Nesse caminho, ressalta-se que atualmente existem dois modelos majoritários de governança corporativa no cenário global, cujos enfoques são distintos: o *shareholder model* e o *stakeholder model*.

O primeiro (*shareholder model*), também conhecido como *shareholder primacy* e *shareholder wealth maximization norm*, é utilizado em maior grau em jurisdições de origem anglo-saxã e que adotam o direito consuetudinário em seus sistemas jurídicos, tais como os EUA³⁰⁹ e o Reino Unido³¹⁰.

Esse modelo destaca-se pela predominância da visão econômica como natureza e finalidade da empresa. Enfatiza-se que FRIEDMAN, um de seus notáveis defensores, ao discorrer sobre a matéria, sublinhou que os administradores da companhia situada em uma economia de mercado são subordinados e possuem responsabilidade perante os acionistas, proprietários da companhia, devendo atuar conforme o guião desses, que será,

³⁰⁸ Cf. LARCKER, David F.; e TAYAN, Brian. *op. cit.* p. 32.

³⁰⁹ A norma do primado dos interesses dos acionistas foi introduzida na jurisprudência estadunidense através do julgamento do caso *Dodge v. Ford Motor Co.* (Michigan, 1919). No contexto de uma disputa entre acionistas minoritários e a companhia *Ford Motor Co.* sobre a destinação dos lucros obtidos, sendo as opções o aumento dos dividendos pagos aos acionistas ou o reinvestimento do valor na atividade econômica da empresa, a corte superior de justiça do Estado de Michigan julgou, em síntese, que o propósito da companhia é a geração de lucros aos acionistas, contudo, não cabe ao poder judiciário interferir nas decisões negociais tomadas pelos diretores da companhia. Além disso, o *shareholder value* foi reafirmado no julgamento do caso *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings.* (Delaware, 1986). No referido julgamento, discutiu-se se as decisões dos diretores da companhia *Revlon Inc.*, no contexto de operação societária que visava a aquisição total dessa por outra empresa, foram efetivamente tomadas nos melhores interesses dos acionistas. Ao apreciar a matéria, a corte superior de justiça do Estado de Delaware entendeu que caso a aquisição da companhia seja inevitável, o dever dos diretores será a obtenção do melhor preço possível por ação, visando maximizar o retorno para os acionistas da companhia adquirida.

³¹⁰ O diploma inglês *Companies Act* de 2006, ao versar no capítulo 2 sobre os deveres gerais dos administradores de companhia, prevê no art. 172º o dever dos administradores de promoção do sucesso da companhia. Depreende-se do exame do dispositivo que o administrador é autorizado a considerar os interesses de *stakeholders* não acionistas, mas, desde que subordinados e não conflitantes com o objetivo primário, qual seja a promoção do sucesso da companhia em benefício de seus acionistas. De igual modo, o *UK Corporate Governance Code* de 2018, emitido pelo *FRC*, ao discorrer sobre o a liderança do conselho de administração e propósito da companhia, reafirmou no princípio “A” que uma sociedade comercial bem-sucedida será liderada por um conselho de administração empreendedor, cujo papel será assegurar o sucesso sustentável da companhia a longo prazo, gerando valor aos acionistas e contribuindo para com a sociedade em geral. (Cf. *FRC. 2018 UK Corporate Governance Code.* p. 4.)

em regra, a produção da maior quantidade de riqueza possível, sendo questões éticas/sociais relegadas à esfera pessoal do acionista³¹¹.

Dessa forma, o primado do acionista caracteriza-se pela ideia de que o propósito maior da sociedade comercial é a geração e, sempre que possível, a maximização de seus lucros em benefício dos acionistas, ressalvado que não sejam violadas leis e/ou regulamentos do local em que é desenvolvida a atividade empresarial³¹². Na concepção centrada no acionista, não haverá qualquer obrigação da sociedade comercial para com terceiros não detentores de participação societária.

Logo, a administração da companhia deverá empregar seus melhores esforços para atender unicamente os interesses de seus acionistas, pois, ao adquirir cotas representativas do capital social da sociedade comercial, tal classe passou a compartilhar diretamente o risco da atividade empresarial³¹³ e, por consequência, é a maior interessada na majoração de seu *valuation*, distribuição de dividendos, entre outras contraprestações do investimento realizado.

Contudo, relevante sublinhar que estudos atuais propõem uma flexibilização da visão clássica do *shareholder primacy*.

Nesse trilho, no conceito de *shared value*, o propósito da companhia seria redefinido para o alcance de valores compartilhados (*shared value*) entre a empresa e terceiros interessados e não só a obtenção de lucros. Portanto, buscaria a criação de valor econômico para os acionistas e para a comunidade em geral, através da resposta à certas necessidades e desafios por ela enfrentados³¹⁴. Por conseguinte, a empresa deveria adotar políticas e práticas operacionais necessárias para a sua boa performance financeira e que,

³¹¹ Cf. FRIEDMAN, Milton. *A Friedman doctrine. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. *The New York Times*. New York, 13 de setembro de 1970.

³¹² Cf. GIRASA, Roy. *op. cit.* p. 44. De igual modo, “*de acordo com o shareholder value ou valor acionista, o objetivo será favorecer os rendimentos obtidos pela empresa, os dividendos e o preço das ações. Trata-se de aumentar os fluxos de caixa livres, em benefício dos sócios. Esta perspectiva concentra-se essencialmente, portanto, na obtenção de retornos para os sócios, o que está na base das críticas que lhe foram lançadas, ligadas sobretudo a uma suposta concentração excessiva na obtenção de lucro a curto prazo.*” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de governo das sociedades*. p. 179.)

³¹³ Cf. PACCES, Alessio Maria. *Rethinking corporate governance: the law and economics of control powers*. New York: Routledge, 2012. p. 75.

³¹⁴ Cf. FERRARINI, Guido. *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer. In Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. Cham: Palgrave Macmillan, 2021. p. 105.

concomitantemente, contribuam para a melhoria das condições econômicas e sociais da comunidade impactada por sua atividade empresarial.

Nessa direção, salienta-se a existência de três vertentes preponderantes que influenciam o comportamento da companhia em prol de uma governança mais plural, em que pese ainda centrada no acionista, quais sejam (i) *doing well by doing good*; (ii) *delegated philanthropy*; e (iii) *corporate philanthropy*³¹⁵.

A primeira vertente se aproxima à uma visão de curto prazo, onde os acionistas aceitam a redução momentânea do retorno financeiro de seus investimentos para evitar a possibilidade de perdas futuras em razão do impacto negativo da atividade da companhia em matéria ambiental e social. Em oposição, a segunda corrente representa um planejamento de longo prazo, em que os acionistas, impulsionados por questões de cunho ético ou relacionadas à temas ecológicos e sociais, aceitam retornos financeiros menores, sendo a margem de lucro abdicada pelos acionistas transferida à terceiros não detentores de participação societária, mas afetados pela atuação da empresa. De acordo com a terceira vertente, aproximada ao *stakeholder model*, a sociedade comercial deverá balancear os interesses dos acionistas e terceiros não acionistas, atuando de modo ético e responsável em matéria ambiental e social mesmo quando seus acionistas assim não o queiram.

Ainda na vertente de transformação do modelo do primado do acionista, atribui-se ao art. 172º do *UK Companies Act* a introdução de uma nova abordagem denominada *enlightened shareholder value*³¹⁶. Essa tendência advoga pela atenção às demandas típicas dos *stakeholders* da empresa como um caminho para fomentar o aumento do valor da companhia e dos lucros dos acionistas no longo prazo³¹⁷. Assim, recomenda-se aos

³¹⁵ Cf. PACCES, Alessio Maria. *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law. In Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. Cham: Palgrave Macmillan, 2021. p. 156/157.

³¹⁶ Sobre o *enlightened shareholder value*, traduzido para a língua portuguesa como “interesse social iluminado”, salienta-se que o termo “(...) significa, evidentemente, realizar o fim ou interesse social, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios, mas sabendo que, em determinados casos, para atingir este objectivo é preciso que quem actua pela sociedade promova (estabeleça e proteja) um conjunto de relações estáveis e duradouras da empresa com os trabalhadores, credores, clientes e fornecedores - numa palavra: que invista em relações que aumentam o valor global da empresa.” (SERRA, Catarina. Entre *Corporate Governance* e *Corporate Responsibility*: Deveres fiduciários e interesse social iluminado. In I Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina, 2011. p. 247.)

³¹⁷ Cf. KEAY, Andrew. *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*. 1ª ed. New York: Routledge, 2013. p. 209.

administradores uma maior sensibilidade e balanceamento dos pleitos de outras partes interessadas no processo de tomada de decisões, entretanto, sem desvio da meta principal que é a promoção do sucesso da companhia.

Em continuidade, o segundo modelo de governança corporativa majoritário (*stakeholder model*) é praticado predominantemente em jurisdições que adotam o *civil law*, exemplificativamente os países europeus continentais, sendo a Alemanha³¹⁸ um paradigma significativo de sua adoção.

Entendido como pluralista, acentua-se que o modelo centrado no *stakeholder* não descarta a importância do papel dos acionistas para a companhia, porém, rejeita a ideia de que os interesses de tal classe são os únicos a serem considerados no curso da administração da sociedade comercial³¹⁹. O modelo enfatiza a responsabilidade da sociedade comercial para com seus vários *stakeholders* e sociedade civil em geral, visando a obtenção de retorno financeiro a longo prazo e de modo a beneficiar tanto os acionistas, quando os terceiros interessados não detentores de participação acionária³²⁰, indo além da simples busca pelo lucro.

Contudo, a pluralidade de partes a serem consideradas pela administração da sociedade comercial no *stakeholder model* faz com que essa deva ponderar quais interesses serão preponderantes, caso verifique-se que tais interesses são conflitantes, dando ensejo aos *trade-offs* entre os *stakeholders*. Nessa situação, após um cauteloso processo de avaliação, os administradores deverão se ater aos interesses da parte que

³¹⁸ Na esfera alemã, o alinhamento ao *stakeholder model* depreende-se da primeira redação do art. 70 da Lei das Sociedades por Ações Alemã (*Aktiengesetz*), onde estipulou-se que os administradores da companhia deveriam geri-la no interesse da comunidade em geral. Por seu turno, desde 1976, a Corte Federal Alemã pacificou o princípio geral do interesse da companhia (*Unternehmensinteresse*), o qual abarca os interesses de todos os *stakeholders*, incluindo, mas não se limitando, aos empregados e sociedade civil de modo difuso. (Cf. SPINDLER, Gerald. *Social Purposes in German Corporate Law and Benefit Corporations in Germany*. In *The International Handbook of Social Enterprise Law*. Cham: Springer, 2022. p. 589/590.)

³¹⁹ Cf. WILLIAMS, Cynthia A. *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*. In *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 825.

³²⁰ Cf. GIRASA, Roy. *op. cit.* p. 97. Em sentido convergente, “o *stakeholder value* ou valor para os *stakeholders* em geral pressupõe que os administradores devem tomar decisões que tenham em conta os interesses dos diversos *stakeholders*. O que não se especifica é como se articulam os diferentes interesses, tipicamente conflitantes, ignorando-se os forçosos *trade-offs*. Uma visão aperfeiçoada desta teoria afirma que o objetivo da sociedade é maximizar o respetivo valor total de mercado a longo prazo.” (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de governo das sociedades*. p. 179)

melhor contribuirá para o desenvolvimento financeiro da empresa a longo prazo³²¹. Desse modo, “*essa abordagem pressupõe igualmente o alargamento do dever fiduciário dos administradores, passando a integrar interesses de outros stakeholders, embutindo a sustentabilidade nos modelos de governo e na abordagem estratégica e desenvolvendo a consciência ética e uma cultura de empresa focada no longo prazo.*”³²²

Tendo em mente a perspectiva portuguesa, salienta-se que as principais disposições legais relacionadas ao governo das sociedades estão dispostas no Código das Sociedades Comerciais - CSC, com particular destaque para a redação do art. 64º/1, alínea “b” do diploma. Mediante o referido dispositivo, asseverou-se que os gerentes e/ou administradores da sociedade comercial deverão, em observância ao dever de lealdade, (i) atender os interesses de longo prazo dos sócios e (ii) ponderar os interesses de outras partes relevantes, por exemplo trabalhadores, clientes e credores.

Depreender-se da análise superficial do texto de lei que o legislador nacional optou pela adoção de um modelo de governança que mescla elementos tanto do *shareholder model* e do *stakeholder model*.

No entanto, entende-se que os interesses dos acionistas prevalecem sobre os dos demais *stakeholders*³²³, dado a influência que tal categoria exerce sobre a administração da empresa ao deter o poder de designar e dispensar os seus administradores e conselheiros administrativos em assembleia geral, conforme disposto nos arts. 391º/1, 425º/1, 403º e 430º do CSC. Assim, no domínio do interesse, pontua-se que “*o administrador servirá, pois, os sócios. Mas não enquanto pessoas singulares: antes enquanto partes que puseram a gestão dos seus valores num modo coletivo de tutela e proteção*”³²⁴.

Também contribui para a percepção da baixa eficácia da norma prevista no art. 64º/1, alínea “b” do CSC, a ausência de sanções aos administradores caso não haja o

³²¹ Cf. FERRARINI, Guido. *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*. p. 104.

³²² DIAS, Gabriela Figueiredo. Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais. p. 742.

³²³ Cf. COUTINHO DE ABREU, Jorge M. *Portugal: synopsis on corporate Governance. In Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge: Cambridge University Press, 2013. p. 796.

³²⁴ CORDEIRO, António Menezes. *Direito das sociedades. I - Parte geral, 5ª ed. atualizada*. Coimbra: Almedina, 2022. p. 758.

sopesamento dos interesses de terceiros não acionistas no processo de tomada de decisões administrativas³²⁵.

4.2. Os deveres dos administradores e os fatores ESG

Ainda no contexto do governo das sociedades, reputa-se que uma das formas eficazes de combate ao problema de agência e, por consequência, de reforçar a aplicação dos fatores *ESG* na cultura corporativa de uma empresa, será o aperfeiçoamento dos deveres dos administradores da sociedade comercial³²⁶, em que pese tal entendimento não ser imune a críticas³²⁷.

Ressalta-se que ao administrador recaem certos poderes-deveres em decorrência de sua posição: (i) no cenário interno, o poder-dever de gerir/administrar a empresa e, (ii) no âmbito externo, o poder-dever de representar a companhia perante terceiros³²⁸. Tendo em vista o impacto de tais poderes-deveres, reputa-se que o incremento dos deveres do

³²⁵ Cf. MEIRA, Deolinda; e RAMOS, Maria Elisabete. *Social Enterprises and Benefit Corporations in Portugal. In The International Handbook of Social Enterprise Law: Benefit Corporations and Other Purpose-Driven Companies*. Cham: Springer, 2023. p. 746.

³²⁶ Em sentido convergente, destaca-se que “ (...) para atacar estes problemas, têm sido apresentados (ou propostos) vários instrumentos: o mercado, melhor, os mercados – dos managers, dos produtos, dos capitais e sobretudo do domínio societário (...), o reforço de deveres e responsabilidade dos administradores, intervenção maior dos investidores institucionais, renovação funcional e estrutural do conselho de administração (competências não só de gestão mas também de supervisão do conselho, vários cometes – designadamente de auditoria, de nomeações e de remunerações – compostos somente por administradores não executivos), etc.” (COUTINHO DE ABREU, Jorge M. *Governança das sociedades comerciais*. p. 13/14.)

³²⁷ Em caminho oposto, existe entendimento que a majoração dos deveres dos administradores poderá acarretar efeitos contrários ao pretendido, dando azo “(...) não apenas ao perigo de uma atuação excessivamente cautelosa por parte dos administradores, com a proliferação de cuidados desnecessários, tais como a obtenção de pareceres e fairness opinions mesmo para as decisões mais básicas e a formalização (paper trail) e debates excessivos sobre cada decisão, mas também a diminuição do universo de pessoas disponíveis para ocupar os cargos e o aumento da sua remuneração, tendo em conta o aumento dos riscos a que estão sujeitos.” (FERREIRA, Bruno. *op. cit.* p. 15/16.)

³²⁸ O correto entendimento da extensão de tais poderes-deveres demanda o auxílio da melhor doutrina. Com relação ao dever de gestão, ressalta-se que “(...) a administração é um direito potestativo: traduz a permissão normativa que os administradores têm de decidir e de agir, em termos materiais e jurídicos, no âmbito dos direitos e deveres da sociedade. Embora se trate de um direito – os administradores são autônomos ou teriam de ir procurar a administração noutra instância – é um direito funcional ou fiduciário: os administradores devem observar regras e agir na base da lealdade.” (CORDEIRO, António Menezes. *Direito das sociedades*. p. 761.) Quanto ao dever de representação, “em termos técnicos, também a representação dos administradores se apresenta como um direito potestativo. Ela envolve a permissão de, agindo em nome e por conta da sociedade, produzir efeitos jurídicos que se protejam imediata e automaticamente na esfera desta.” (*Ibid.* p. 762.)

administrador em linha com os fatores *ESG* é primordial para o alcance da atuação responsável e sustentável da companhia.

Partindo-se da perspectiva do direito anglo-saxão, a administração da companhia está obrigada perante a empresa, e, conseqüentemente, perante seus acionistas, ao abrangente dever fiduciário (*fiduciary duty*). Esse dever é entendido como uma obrigação de mais estrita boa-fé, confiança e transparência do agente investido em poderes fiduciários para com o beneficiário, devendo tal agente atuar com o maior grau de honestidade, lealdade e nos melhores interesses do beneficiário³²⁹.

Nessa seara, a obrigação em análise também incluirá em seu bojo três deveres estruturantes³³⁰: (i) dever de cuidado (*duty of care*), segundo o qual as decisões administrativas deverão ser precedidas de cautelosa consideração; (ii) dever de lealdade (*duty of loyalty*), empregado para evitar ou gerir situações de conflito entre os interesses da sociedade/acionistas e os pessoais do administrador; e (iii) dever de transparência (*duty of candor*), mediante o qual a administração da empresa deverá fornecer aos acionistas informações relevantes, passíveis de impactar o desempenho financeiro da companhia, de modo preciso e periódico.

No que tange ao dever de cuidado, pontua-se que o administrador deverá guiar-se na lógica do *reasonable care and diligence*. Tal entendimento foi cristalizado no art. 174º do *UK Companies Act* de 2006, onde determina-se que o diretor de uma companhia deverá atuar com cuidado, habilidade e diligência que seriam esperados de uma pessoa que ocupa funções análogas ou previstos conforme o conhecimento, habilidade e experiência que o diretor em análise possuir. Salienta-se que a lei estabelece um padrão mínimo, passível de ser majorado através de instrumentos contratuais da sociedade comercial, mas nunca minorado³³¹.

No que concerne ao dever de lealdade, o direito consuetudinário britânico trata referida obrigação através da conjugação de vedações de certos atos e omissões por parte dos administradores. Nesse caminho, ressalta-se que a “(...) *no conflict rule veda aos fiduciários todo o tipo de atuação da qual possa originar um conflito entre os interesses*

³²⁹ GARNER, Bryan A. *et al. Black's Law Dictionary*. 7ª ed. St. Paul: West Publishing Group, 1999. p. 545.

³³⁰ Cf. LARCKER, David F.; e TAYAN, Brian. *op. cit.* p. 80/81.

³³¹ Cf. HANNIGAN, Brenda. *Company Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2012. p. 206.

do beneficiário e os seus interesses pessoais, enquanto a no profit rule impede aos mesmos sujeitos a obtenção de lucros através da posição ocupada, salvo se previstos ou devidamente autorizados”³³². Já sob uma perspectiva estadunidense, o dever de lealdade possuirá uma vertente mais tolerante, em contraposição à proibição categórica britânica. Assim, o administrador deverá atuar exclusivamente (*sole interest rule*) e no melhor interesse (*best interest rule*) da empresa³³³.

Ao atuar apenas no interesse da empresa, o administrador não deverá deixar-se influenciar por interesses de terceiros ou objetivos alheios aos da companhia no processo de tomada de decisões, portanto, impossibilitando qualquer hipótese de conflito de interesses. Já ao atuar no melhor interesse da companhia, o administrador, agindo de modo justo e de boa-fé, deverá buscar a realização do melhor negócio e/ou preço possível, sendo tal exercício designado como *fairness test*³³⁴.

Pontua-se que a *best interest rule* poderá entrar em confronto com a *sole interest rule*, dado que, ao agir no melhor interesse da empresa, o administrador poderá deparar-se com situações de conflitos de interesse não compatíveis com a atuação no interesse exclusivo da companhia.

Caso tal circunstância fática se verifique, o administrador deverá incorrer em uma hipótese de exclusão do dever atuação no interesse exclusivo da sociedade comercial³³⁵. O dever em questão será dispensado caso exista permissão pelos instrumentos contratuais da empresa³³⁶ ao versar sobre situações de conflito de interesses. A escusa do dever também poderá ocorrer mediante consentimento expresso de órgão colegiado de administração ou, em última instância, por aprovação dos acionistas³³⁷, condicionado ao

³³² CORDEIRO, A. Barreto Menezes. Relações fiduciárias: por uma doutrina unitária. In Revista de Direito Civil, Ano IV (2019), nº 1. Coimbra: Almedina, 2019. p. 109.

³³³ Cf. SCHANZENBACH, Max M.; e SITKOFF, Robert H. *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*. In *Stanford Law Review*. Vol. 72, nº. 2, 2020. p. 400/401.

³³⁴ Cf. *ibid.* p. 402.

³³⁵ Cf. LANGBEIN, John H. *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?* In *The Yale Law Journal*. Vol. 114, nº. 5, 2005, p. 963.

³³⁶ O dever de atuação do administrador no interesse único da companhia é padrão, podendo ser relativizado por liberalidade dos acionistas. Como exemplo, o art. 102 (b) (7) do *Delaware General Corporation Law* permite a isenção de responsabilidade dos administradores em certos cenários de descumprimento de deveres fiduciários, desde que prévia e expressamente previsto no estatuto social da sociedade comercial e o administrador infrator tenha praticado o ato/omissão de boa-fé.

³³⁷ Cf. LANGBEIN, John H. *op cit.* p. 964.

seu conhecimento pleno dos fatos que permeiam a transação. Ainda, a realização de operação que oponha a *sole interest rule* e a *best interest rule*, com prevalência da última, poderá ocorrer através de autorização judicial prévia³³⁸.

Já no que tange à realidade portuguesa, o legislador, inspirado em fontes jurídicas estrangeiras³³⁹, trouxe os deveres fundamentais a serem observadas pelos administradores ao ordenamento jurídico pátrio mediante a edição do no art. 64º/1 do CSC³⁴⁰. Nesse rumo, a alínea “a” do artigo supramencionado impõe aos administradores a observância de deveres de cuidado, os quais “(...) *devem ser tomados como normas de conduta que densificam, à luz dos ditames do bom governo das sociedades, os deveres gerais de gestão*”³⁴¹.

Ademais, a atuação desejável do ponto de vista legal do administrador deverá ser equiparável a de um “gestor criterioso e ordenado”³⁴². Importante o destaque de que referida expressão, originária do direito germânico, especificamente do *Aktiengesetz* de 1937, “(...) *surge como uma bitola mais exigente do que a comum: requer um esforço acrescido, por se dirigir a especialistas fiduciários, que gerem bens alheios. (...) a diligência da corpo a todos os deveres dos administradores, explicando a intensidade requerida na execução*”³⁴³.

Em linha com a responsabilidade inerente à gestão da sociedade, o art. 64º/1, alínea “a” do CSC trouxe a perspectiva da profissionalização do papel do administrador

³³⁸ Cf. *ibid.* p. 965.

³³⁹ Sobre o assunto, pontua-se que “o artigo 64º/1 não corresponde a quaisquer desenvolvimentos nacionais: nem doutrinários, nem jurisprudenciais. Grosso modo ele traduz uma série de aportações retiradas de fontes exteriores, desinseridas dos sistemas que as originaram” (CORDEIRO, António Menezes. Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades. *In* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 [2006], Vol. II. p. 448).

³⁴⁰ Em que pese o art. 64º/1 do CSC ser expresso ao enquadrar os deveres de cuidado e lealdade como deveres fundamentais dos administradores, relevante menção ao entendimento de MENEZES CORDEIRO no sentido de que os deveres fundamentais dos administradores são a gestão e representação da sociedade. (Cf. CORDEIRO, António Menezes. *Direito das sociedades*. p. 753.)

³⁴¹ CORDEIRO, António Menezes. *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. p. 324.

³⁴² Nessa perspectiva, pertinente sublinhar que “*criterioso e ordenado são duas qualidades objectivas e gerais que convocam ideias como profissionalidade, responsabilidade, consciência e prudência na tomada de decisões, qualidades que estão já elencadas nos deveres de cuidado (...)*”. (MAGALHÃES, Vânia Patrícia Filipe. A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social *In* Revista de Direito das Sociedades, Ano I (2009), nº 2. Coimbra: Almedina, 2009. p. 392.)

³⁴³ CORDEIRO, António Menezes. *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. p. 323. Clarifica-se que a bitola “comum” supramencionada consiste na bitola da diligência e remete ao nível de cuidado esperado de um cidadão comum.

ao dele requer tanto competência técnica, quanto conhecimento da atividade empresarial desenvolvida pela companhia.

Por sua parte, a alínea “b” do dispositivo em discussão diz respeito ao dever de lealdade. Ao administrador exige-se um comportamento leal como desdobramento da natureza fiduciária de seu cargo. Nessa orientação, reitera-se que “*os administradores são investidos numa posição de poder, sendo-lhes reclamado o exercício desse poder de acordo com os interesses da sociedade. Daí que a confiança seja um elemento inerente à própria relação jurídica entre os administradores e a sociedade*”³⁴⁴.

Tendo em vista sua investidura para a gestão de bens e interesses alheios, a atuação do administrador deverá ter como ponto norteador em todos os momentos o interesse da sociedade comercial, dado que é à companhia que o administrador deverá ser leal, sendo que aos acionistas e demais partes interessadas deverá ser cuidadoso e diligente³⁴⁵.

Entretanto, relevante a breve nota sobre a existência de controvérsia teórica acerca do interesse social: de um lado, a vertente denominada “contratualista”, defensora do alinhamento do interesse da sociedade ao interesse coletivo dos acionistas, por outro, a corrente chamada “institucionalista”, adepta ao entendimento de que o interesse social suplanta o interesse dos detentores de participação societária³⁴⁶.

Apresentado o rol de deveres dos administradores da sociedade comercial, destaca-se que a análise superficial de tais obrigações, sob uma perspectiva estrita no contexto da vertente clássica do modelo de governo da sociedade *shareholder model*, o qual busca a maximização da riqueza dos acionistas, poderá ocasionar a supressão da utilização dos fatores *ESG* no cotidiano da empresa, fato ilustrado pelo caso paradigma

³⁴⁴ NUNES, Pedro Caetano. *Corporate Governance*. Coimbra: Almedina, 2006. p. 89.

³⁴⁵ Cf. CORDEIRO, António Menezes. *Direito das sociedades*. p. 792.

³⁴⁶ Em aprofundamento à matéria, a doutrina enfatiza que “*a subscrição da tese contratualista implica reconhecer aos sócios, enquanto conjunto, o poder de deliberarem livremente, tendo exclusivamente em conta seus interesses. No que respeita ao órgão de administração, essa tese tende a dar-lhe critério único de orientação aos mesmos interesses. A subscrição da tese institucionalista retira aos sócios, enquanto conjunto, liberdade para a definição do interesse social – na medida em que os obriga a ter em conta outros interesses que não os seus. (...) Quanto ao órgão de administração, a tese institucionalista tem a consequência de o vincular à descoberta e prossecução do que seja o “interesse próprio da sociedade.”* (DUARTE, Rui Pinto. *op. cit.* p. 54.)

da aquisição da sociedade de propósito social³⁴⁷ *Ben & Jerry's Homemade Inc.* pela *Unilever PLC*³⁴⁸.

Porém, a aparente incompatibilidade dos deveres fiduciários do administrador para com a companhia e os fatores *ESG* não se verifica quando a matéria é analisada sob o viés do modelo de governança centrado no *stakeholder*, ou mesmo sob a ótica da flexibilização do *shareholder model* (e.g. *shared value* e *enlightened shareholder value*).

Em princípio, sem embargo de compromissos voluntários assumidos em atos quase normativos, enfatiza-se que o arcabouço jurídico da União Europeia demanda aos administradores a inclusão dos fatores *ESG* no processo de gestão esmerada e cuidadosa da empresa.

Na perspectiva das informações de publicação mandatória, ressalta-se o amadurecimento do incipiente, mas transformador, dever de divulgação das “informações não financeiras” trazido pela *NFRD*, no dever de elaboração e publicação do “relato de sustentabilidade” estipulado na *CSRD*, contemplando dados inerentes aos fatores

³⁴⁷ O conceito de sociedade comercial com propósito social poderá ser avaliado sob a ótica europeia continental e anglo-saxã. Na primeira perspectiva, essa será a companhia que busca a solução de problemas de grupos sociais vulneráveis mediante a atividade econômica desenvolvida pela empresa e a execução de procedimentos operacionais que beneficiem tais grupos. Já na segunda vertente, a empresa com propósito social é tratada como uma figura híbrida entre uma companhia “convencional” e a uma sem-fins lucrativos, portanto, será a empresa que visa o atingimento de objetivos sociais, não obstante tal empresa manter a capacidade de apresentar retornos financeiros aceitáveis aos seus investidores (Cf. DÍAZ-FONCEA, Millán; e MARCUELLO, Carmen. *Social Enterprises: Conceptual Debates and Approaches*. In *The International Handbook of Social Enterprise Law: Benefit Corporations and Other Purpose-Driven Companies*. Cham: Springer, 2023. p. 135/136.)

³⁴⁸ Ao ser constituída sob a forma de uma sociedade com propósito social, a *Ben & Jerry's Homemade Inc.*, destacou-se dentre seus concorrentes a adotar, desde 1982, atitudes corporativas que atualmente seriam enquadradas no espectro *ESG*, dentre elas o comprometimento perante a comunidade e meio ambiente em sua atuação empresarial (e.g. utilização de matérias primas de fornecedores locais e ecologicamente responsáveis, tal como concessão de benefícios trabalhistas progressistas para a época). Contudo, já na posição de uma companhia com ações listadas em bolsa de valores, os administradores da empresa se encontraram perante uma situação apta a testar a extensão de seus deveres fiduciários perante os acionistas. Em 2000, no curso de um processo de aquisição da *Ben & Jerry's*, a *Unilever PLC* apresentou oferta de aquisição da *Ben & Jerry's* em valor de USD 43,00 por ação, acima do preço alvo de USD 38,00 por ação. Em que pese as provisões apresentadas pela adquirente para a manutenção do impacto social da adquirida, era evidente o retrocesso que ocorreria quanto ao propósito social na hipótese da aquisição. Todavia, ante ao dever fiduciário de agir no melhor interesse dos acionistas, somado ao modelo de governança consolidado na jurisprudência do *shareholder primacy*, os administradores se viram compelidos a aceitar a proposta, sob risco de exposição da companhia a disputa judicial com os acionistas (Cf. PAGE, Antony; e KATZ, Robert A. *Freezing out Ben & Jerry Corporate Law and the Sale of a Social Icon*. In *Vermont Law Review*. Vol. 35, nº. 1, 2010. p. 226/228.)

ambientais, sociais, relativos aos direitos humanos e de governança, bem como da necessária divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade quando estiverem em causa serviços financeiros, por força da *SFDR*. No domínio da Taxonomia, a gestão da companhia deverá ocorrer de modo a promover a adequação da atividade econômica desenvolvida à práticas sustentáveis do ponto de vista ambiental, para seu enquadramento como “verde” ou de “transição”.

Adicionalmente, ressalta-se que a introdução de questões relacionadas ao universo *ESG* no escopo de deveres de informação dos administradores não é exclusividade do direito comunitário europeu, sendo também verificada em terras britânicas. Segundo disposto no art. 414CB do *UK Companies Act*, os administradores deverão elaborar anualmente demonstrações não financeiras e de sustentabilidade, contendo informações acerca de matéria (i) ambiental, incluindo o impacto da atividade da empresa no meio ambiente, (ii) social, contemplando dados sobre o bem-estar dos trabalhadores e respeito aos direitos humanos e (iii) de práticas de combate a corrupção e branqueamento de capitais.

Mesmo que os comandos legais assim não o exigisse, frisa-se que a ponderação da matéria por parte de seus administradores é consistente com os deveres fundamentais deles exigidos para com a sociedade, acionistas e terceiros interessados³⁴⁹. Já demonstrado o potencial efeito da (in)observância dos fatores *ESG* na performance financeira da companhia³⁵⁰, considera-se que sua avaliação por parte dos administradores se enquadra na extensão da reforçada bitola da diligência esperada de um administrador.

Ao ser investido em poderes de representação e gestão da companhia e, conseqüentemente, atuar no melhor interesse da sociedade, o gestor deverá agir de modo criterioso e empregar as melhores práticas profissionais existentes, visto que a ele recai o “(...) *dever de tomar e executar decisões razoáveis, equitativas e ponderadas (“reasonable decision”)*, até porque o administrador se encontra ao comando da

³⁴⁹ Cf. SCHANZENBACH, Max M.; e SITKOFF, Robert H. *op. cit.* p. 406.

³⁵⁰ Por esse ângulo, se reforça que “(...) *está em causa a devida consideração da sustentabilidade – rectius, da insustentabilidade – como um risco. Desde logo, e sobretudo, um risco financeiro, seja pela possível ligação à performance da sociedade, seja pelas necessidades de financiamento e a sua ligação à avaliação que os investidores façam da integração de fatores ESG.*” (DIAS, Rui Pereira; e SÁ, Mafalda. *op. cit.* p. 79).

sociedade e as suas decisões poderão reflectir-se na rentabilidade da mesma (no maior ou menor lucro) ”³⁵¹.

Por derradeiro, acentua-se que no processo de exame dos riscos físicos (e.g. eventos climáticos adversos) e financeiros da adoção de matéria ambiental, social e de governança na atividade da empresa ou como estratégia de investimento/captação de recursos, os administradores deverão observar deveres procedimentais³⁵², procedendo com a tomada de uma decisão informada, acompanhada da demonstração dos fundamentos técnicos e de seu alinhamento com as melhores práticas de governança corporativa a que ampararam. Desse modo, a escolha deverá ser compatível com a promoção do sucesso da companhia, com os interesses de longo prazo dos acionistas e dos demais *stakeholders* da empresa.

³⁵¹ MAGALHÃES, Vânia Patrícia Filipe. *op. cit.* p. 390.

³⁵² Quanto ao tema, pontua-se que “(...) os administradores devem observar um conjunto de deveres procedimentais (*procedural duties*). São eles o dever de obter informação sobre o impacto previsível das suas decisões sobre os *stakeholders*; o dever de tomar em consideração essa informação aquando da tomada das decisões (de decidir em conformidade com ela); e o dever de justificar as decisões que contendam significativamente com os interesses de alguns dos *stakeholders*.” (SERRA, Catarina. *op. cit.* p. 251.)

Conclusão

O exame dos fatores *ESG* e a correta conclusão acerca de seus impactos atuais no direito financeiro demanda, em princípio, a análise de seu processo de formação.

Destaca-se que o *faith-based investing* introduziu considerações não financeiras, derivadas de valores religiosos, no processo de decisão dos investidores. Em sequência, surgiu o *SRI*, conceito que integrou questionamentos éticos no contexto da construção de um portfólio de investimento. Por sua vez, o *CSR* transformou a discussão da matéria, transferindo o enfoque para a responsabilidade da sociedade comercial para com a sociedade civil e seus diferentes *stakeholders*, demandando a atuação da empresa de modo responsável na esfera econômica e legal, bem como de maneira ética e filantrópica perante seus acionistas, empregados, e em face da comunidade na qual está inserida.

Ademais, a União Europeia manifestou-se sobre a responsabilidade social esperada das empresas para com seus diversos *stakeholders* e sociedade em geral, introduzindo ao debate considerações sobre a necessidade de uma abordagem estratégica do tema. Tal enfoque se daria por meio do desenvolvimento de um arcabouço normativo para promoção do desenvolvimento sustentável que se soma-se aos atos quase normativos (*standards* e *guidelines*) *ESG*, os quais, não obstante serem de adesão voluntária, contribuíram de modo significativo para a difusão internacional e consolidação de conceitos e práticas empresariais que são abarcadas de modo global pelo acrônimo *ESG*.

Partindo das bases sólidas trazidas pelas correntes de investimento e *soft law*, os fatores *ESG* se desenvolveram como a metodologia que incorpora questões ambientais, sociais e de governança como critérios a serem ponderados por investidores na formulação de suas estratégias e decisões de investimento, assim como adotados por empresas em seu comportamento corporativo e atuação empresarial.

Sob a perspectiva da construção de um portfólio e de política de investimento alinhada aos fatores *ESG*, destaca-se que diversas estratégias são passíveis de utilização.

Nesse rumo, os investidores poderão valer-se de técnicas objetivas, como a exclusão de ativos que possuam impacto negativo em matéria ambiental, social e/ou de governança (*exclusion-based*) ou, de modo diametralmente oposto, procederem com a seleção de ativos que possuam os melhores indicadores de incorporação de elementos *ESG* (*best-in-class*). Ademais, esses poderão concentrar seus recursos em projetos que possuam foco exclusivo em um projeto *ESG* (*focus* ou *thematic*), bem como no

atingimento de um objetivo que esteja em consonância com questões ambientais ou sociais e gere impactos positivos para a sociedade civil em determinada área geográfica de atuação (*ESG impact*).

Além do mais, poderá ser utilizada a estratégia de integração (*ESG Integration*). Tal método é caracterizado por sua flexibilidade e emprego conjunto de diferentes ponderações sobre a compatibilidade dos ativos a serem investidos com a temática *ESG*.

Considerando que a aplicação exitosa das técnicas de investimento acima citadas demandam o uso de informações precisas sobre dados não financeiros e de sustentabilidade das sociedades comerciais, como modo alternativo ou auxiliar ao desenvolvimento de modelos proprietários de pesquisa do tema, observou-se o surgimento de um mercado voltado à classificação (*rating*) de ativos passíveis de investimento conforme seu grau de adequação aos fatores *ESG* e formulação de índices de referência (*index*) sobre o tema.

Nesse sentido, apesar dos claros benefícios trazidos por tais índices e *ratings* em termos de economicidade e difusão do acesso à dados sobre *ESG* aos investidores, sublinha-se que foram identificados riscos passíveis de distorcer os indicadores divulgados, tais como a (i) falta de clareza quanto a metodologia empregada pelas agências classificadoras e (ii) ausência de uniformidade, à nível internacional, acerca da quantidade e qualidade dos dados divulgados pelas companhias quanto à sustentabilidade. Tal cenário demandou a atuação proativa da ESMA. Almejando mitigar tais fragilidades, ao menos ao nível europeu, a autoridade trouxe orientações visando harmonizar e conferir maior consistência às informações divulgadas.

Uma vez sanadas as fragilidades e identificadas as companhias com boa integração dos fatores *ESG* em sua estrutura de negócios através dos *ratings* e índices, essas poderão aproveitar-se de sua posição para aferirem um aumento de sua performance financeira e *valuation* a longo prazo, seja mediante a supressão dos efeitos de externalidade negativas na cadeia de produção da empresa, em razão da redução do custo de endividamento trazido pelos elevados padrões de governança, assim como pelo maior engajamento dos acionistas e fomento a noção de *stewardship*.

Frente à crescente relevância conferida por investidores ao tema, em especial em mercados financeiros desenvolvidos, e à necessidade de reforçar-se a coerência e compatibilidade de informações publicadas voluntariamente pelas companhias, mostrou-

se inevitável a atuação efetiva da União Europeia no sentido da regulação e uniformização da matéria *ESG* no plano normativo.

Tal postura foi identificada mediante a edição da *NFRD*, diretiva que inaugurou disposições relacionadas aos fatores *ESG* ao quadro normativo comunitário ao ser publicada. Por intermédio da norma, introduziu-se o dever de divulgação de informações não financeiras e sobre a diversidade por parte de grandes empresas e grupos de sociedades. Compõem o escopo dos dados a serem veiculados questões acerca do impacto da atividade empresarial e dos riscos enfrentados pela companhia na seara ambiental, social (relação com os trabalhadores e direitos humanos) e de combate à atos ilícitos.

Em continuidade, verificou-se a discussão sobre a necessidade de aprofundamento da introdução de questões *ESG* no ordenamento jurídico europeu no teor de comunicações emitidas pela União Europeia já sob a vigência do Acordo de Paris. Nessas missivas, a União Europeia se propôs a (i) traçar um plano de ação visando o financiamento do crescimento sustentável (COM/2018/097 final); (ii) formular um pacto ecológico ao nível europeu (COM/2019/640 final); e (iii) definir uma estratégia de financiamento da transição para uma economia sustentável (COM/2021/390 final).

Considerando o caminho delimitado pelas comunicações supramencionadas e das inegáveis contribuições trazidas pela *NFRD*, o arcabouço jurídico europeu com notas *ESG* desenvolveu-se.

Nessa orientação, formulou-se a *SFDR*, regulamento que versou sobre a divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros. Tal norma buscou a redução da assimetria informativa entre os intervenientes no mercado financeiro, consultores financeiros e os clientes nas fases prévia e posterior ao início da relação contratual, possibilitando maior transparência sobre o real nível de integração *ESG* no produto financeiro a ser investido e nas políticas internas dos intervenientes e consultores que o aconselharam.

Por sua vez, houve a edição da Taxonomia, regulamento reputado como um marco para a promoção do investimento sustentável no espaço comunitário europeu. Para tanto, a norma se propôs a estipular critérios que possibilitem a rotulagem de atividades econômicas e produtos financeiros como sustentáveis sob a ótica ambiental. Através da referida codificação, houve a uniformização de regras para o enquadramento de quais

setores econômicos e produtos de investimentos são genuinamente “verdes” e contribuem para o atingimento dos objetivos ambientais, tal como o consequente combate ao *greenwashing*.

Em nova investida legislativa em prol da integração de critérios *ESG* no ordenamento jurídico comum, publicou-se a *CSRD*, por intermédio da qual foi acrescido aos deveres periódicos de informação das sociedades comerciais a divulgação de relato de sustentabilidade. Tendo em consideração a maturidade do debate sobre a transição para uma economia sustentável, sublinha-se que o rol de empresas sujeitas à publicação do relato inclui pequenas, médias e grandes empresas, além das sociedades comerciais com valores mobiliários negociados em mercados regulamentados. No atinente ao relato, esse deverá compreender informações que digam respeito ao impacto da atividade desenvolvida pela empresa em questões de sustentabilidade, composto por dados ambientais, sociais, relativos aos direitos humanos e de governança corporativa.

Ainda, o apetite dos investidores por opções de investimento sustentáveis, contribuiu para a transformação e alinhamento de instrumentos financeiros mobiliários aos critérios *ESG*. Bom exemplo dessa tendência é a figura da obrigação verde. Tal valor mobiliário possui estrutura semelhante à uma obrigação convencional, mas com a particularidade de que os recursos obtidos com sua emissão serão empregados no (re)financiamento de projetos, ativos ou atividades empresariais que gerem benefícios ao meio ambiente.

Além disso, tendo em conta que o mercado de *green bonds* está em desenvolvimento, sinaliza-se que sua regulamentação é realizada por fontes difusas e de maneira híbrida, mesclando-se instrumentos de governança privada e pública. Não obstante, pontua-se que um projeto de regulamento relativo às *EuGB* está em trâmite visando conferir maior coesão ao tema.

Ademais, a despeito de pôr si só integrar o acrônimo *ESG*, a *governance* também interrelaciona-se com os demais fatores ao motivar a criação de políticas e outros mecanismos de governo interno para mitigar os impactos da atuação da sociedade comercial em questões ambientais e sociais.

Por um lado, os fatores *ESG* possuem maior proximidade ao modelo de governança corporativa designado *stakeholder model*. Esse modelo caracteriza-se pela atenção, quando possível, aos interesses das diversas partes interessadas, bem como pela

atuação responsável da sociedade comercial em múltiplas frentes, tais como a ambiental e social. Porém, a aproximação dos critérios *ESG* ao *shareholder model* é verificada quando discutida a atualização do modelo. Se na visão clássica apenas os interesses dos acionistas deveriam ser respeitados pela empresa, as novas roupagens do modelo (*shared value* e *enlightened shareholder value*) advogam por uma governança mais plural e inclusiva, visto que tal abordagem trará retorno financeiro aos acionistas.

Nessa esteira, também se verificam reflexos no escopo de atuação dos administradores da sociedade comercial. Ao exercerem a representação e gestão da empresa, os administradores deverão ser diligentes e estarem atentos ao novo arcabouço jurídico *ESG* da União Europeia, procedendo com o correto desempenho dos deveres previstos nas normas aplicáveis, tal qual com a incorporação constante de melhores práticas ambientais, sociais e de governança corporativa, de forma a possibilitar condições mais atrativas de investimento externo, aumento do *valuation* da companhia e bem estar dos *stakeholders*, ou seja, o sucesso econômico da companhia no longo prazo.

Ante o exposto, conclui-se que os fatores *ESG* possuem um impacto direto e indiscutível no direito financeiro.

Por um lado, as questões ambientais, sociais e de governança, ao tornarem-se relevantes para investidores no processo de tomada de decisões de investimento, contribuíram para uma mudança no modo como as empresas desenvolvem seus negócios. Por outro, os critérios *ESG* fomentaram a criação de *soft law* à nível internacional e de um arcabouço jurídico à nível europeu comunitário que trouxeram regras claras e uniformes sobre o tema.

Sob outro prisma, visando atender às demandas de investidores, criou-se um novo portfólio de instrumentos financeiros mobiliários alinhados aos fatores *ESG*, os quais, em razão do crescimento do volume de negociação em mercados regulamentados justificou a criação de *standards* e *guidelines* próprios e o debate legislativo sobre a criação de regulamento que verse sobre a *EuGB*.

Em última instância, tais critérios trouxeram novas e promissoras perspectivas para o aprimoramento da governança corporativa e dos deveres dos administradores da sociedade comercial em prol do desenvolvimento sustentável.

Bibliografia

AKESTORIDI, Katerina. *The role of business in international development and the attainment of the sustainable development goals. In The Cambridge companion to business and human rights law.* Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

ANDO, Sakai; FU, Chenxu; ROCH, Francisco e WIRIADINATA, Ursula. *Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets. IMF Staff Climate Note 2022/004, International Monetary Fund, 2022.*

ANTUNES, José. A. Engrácia.

- Contratos comerciais: Noções fundamentais *In* Direito e Justiça, n. Especial. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2007. p. 1 – 237.

- Os instrumentos financeiros. 3ª ed. rev. e atualizada. Coimbra: Almedina, 2017.

- Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. 2ª ed. rev. e atualizada. Coimbra: Almedina, 2002.

BAUER, Rob; e HANN, Daniel. *Corporate Environmental Management and Credit Risk.* 2010.

BANNIER, Christina E.; BOFINGER, Yannik; e ROCK, Björn. *Doing safe by doing good: ESG investing and corporate social responsibility in the U.S. and Europe. CFS Working Paper Series, No. 621, Goethe University Frankfurt, Centre for Financial Studies (CFS), Frankfurt, 2019.*

BARBER, Brad M.; MORSE, Adair; e YASUDA, Ayako. *Impact Investing. In Journal of Financial Economics, Vol. 139, nº. 1, 2021, Elsevier. p. 162-185.*

BARBOSA, Mafalda Miranda. *Green bonds: riscos e responsabilidade. In Boletim de ciências económicas. Vol. 62 (2019). Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. p. 77-119.*

BINDER, Jens-Hinrich. *Corporate governance of financial institution: in need of cross-sectoral regulation. In Governance of Financial Institutions. Oxford: Oxford University Press, 2019, p. 18-42.*

BNP PARIBAS. *The ESG Global Survey 2021.* Disponível em: <https://securities.cib.bnpparibas/esg-global-survey-2021/>.

BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert. *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.* Paris: OECD Publishing, 2020.

BRUCKMEIER, Karl. *Global Environmental Governance: Social-Ecological Perspectives.* 1 ed. Cham: Palgrave Macmillan, 2019.

BUSCH, Danny; FERRARINI, Guido; e VAN SOLINGE, Gerard. *Governing financial institutions: law and regulation, conduct and culture.* In *Governance of Financial Institutions.* Oxford: Oxford University Press, 2019, p. 3-17.

CÂMARA, Paulo.

- Administração e governação das sociedades. Coimbra: Almedina, 2020.

- Manual de direito dos valores mobiliários. 4º ed. Coimbra: Almedina, 2018.

- *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance.* Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 3 – 40.

CARROLL, A.B. *Carroll's pyramid of CSR: taking another look.* In *International Journal of Corporate Social Responsibility.* Vol. 1, Artigo nº 3. Springer, 2016.

CATARINO, Luís Guilherme. Instrumentos Económicos para eficiência energética, mercado “regulados” de eficiência energética e novas soluções de mercado. In *O direito da eficiência energética.* Coord. Suzana Tavares da Silva. Coimbra: Instituto jurídico da faculdade de direito da Universidade de Coimbra, 2017, p. 635 – 689.

CHEEMA-FOX, Alex; SERAFEIM, George; e WANG, Hui. *Climate Solutions Investments. Working Paper, n.º. 22-054, Harvard Business School, 2022.*

CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; e VIEHS, Michael. *From the Stockholders to the Stakeholders: How Sustainability Can Drive Financial Performance.* Oxford University. Smith School of Enterprise and the Environment, 2015.

COLLEY, John L. *et al. What is corporate governance?* New York: McGraw-Hill, 2004.

CORDEIRO, António Menezes.

- Tratado de direito civil português. I - Parte geral, tomo I. 4ª ed. reformulada e atualizada. Coimbra: Almedina, 2012 (reimpressão 2021).

- Direito das sociedades. I - Parte geral, 5ª ed. atualizada. Coimbra: Almedina, 2022.

- Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades. *In* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 (2006), Vol. II. p. 443-488.

- A lealdade no direito das sociedades. *In* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66 (2006), Vol. III. p. 1033-1065.

CORDEIRO, António Menezes (coord.) *et al.* Código das Sociedades Comerciais Anotado e regime jurídico dos procedimentos administrativos de dissolução e de liquidação de entidades comerciais (DLA). 5ª ed. atualizada. Coimbra: Almedina, 2022.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes.

- Manual de direito dos valores mobiliários. 2ª ed. atualizada. Coimbra: Almedina, 2019.

- Deveres fiduciários de cuidado: imprecisão linguística, histórica e conceitual. *In* Revista de Direito das Sociedades Comerciais, Ano VII (2015), nº 3/4. Coimbra: Almedina, 2015. p. 617-640.

- Relações fiduciárias: por uma doutrina unitária. *In* Revista de Direito Civil, Ano IV (2019), nº 1. Coimbra: Almedina, 2019. p. 101-120.

COSTA, Ricardo. Deveres gerais dos administradores e gestor criterioso e ordenado. In I Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina, 2011. p. 157-187

COUTINHO DE ABREU, Jorge M.

- Governação das sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2006.

- *Portugal: synopsis on corporate governance In. Comparative corporate governance: a functional and international analysis.* Cambridge: Cambridge University Press, 2013. p. 788 – 821.

CUNHA, Paulo Olavo. Direito das Sociedades Comerciais. 7ª ed. Coimbra: Almedina, 2019.

DIAS, Gabriela Figueiredo.

- Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais. *In* Cadernos do mercado de valores mobiliários sobre os 20 anos do código dos valores mobiliários. Coimbra: Almedina, 2021. p. 731 – 742.

- *Sustainability and Sustainable Finance: A Regulator's Perspective and Beyond*. *In The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 217 – 230.

DIAS, Rita Almeida. Envolvimento com *Stakeholders* e Criação de Valor. *In* Sustentabilidade, Competitividade e Equidade Ambiental e Social. Coimbra: Almedina, 2008. p. 169 – 175.

DIAS, Rui Pereira; e SÁ, Mafalda. Deveres dos administradores e sustentabilidade. *In* Administração e governação de sociedades. Coimbra: Almedina, 2020, p. 33-85.

DÍAZ-FONCEA, Millán; e MARCUELLO, Carmen. *Social Enterprises: Conceptual Debates and Approaches*. *In The International Handbook of Social Enterprise Law: Benefit Corporations and Other Purpose-Driven Companies*. Cham: Springer, 2023. p. 133-152.

DELMAS, Magali A. e CUEREL BURBANO, Vanessa. *The Drivers of Greenwashing*. *California Management Review*. Vol. 54, nº. 1. *Haas School of Business, University of California/Berkeley*, 2011. p. 64-87.

DEUTSCHE BANK AG. *ESG Survey 2022: trends and concerns*. Disponível em: <https://www.deutschewealth.com/en/our-capabilities/esg/what-is-esg-investing-wealth-management/esg-survey-report.html>

DONOHUE, Dorothy. *Funds' use of ESG integration and sustainable investing strategies: an introduction*. *Investment Company Institute – ICI*, 2020.

DUARTE, Rui Pinto. *Escritos Sobre Direito das Sociedades*. Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

ENRIQUES, Luca. *ESG and Shareholder Primacy: Why They Can Go Together.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 131 – 136.

FERRARINI, Guido.

- *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer.* In *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. Cham: Palgrave Macmillan, 2021. p. 85 – 150.

- *Sustainable Governance and Corporate Due Diligence: The Shifting Balance Between Soft Law and Hard Law.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 41 – 58.

FERREIRA, Bruno. A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado Enquanto Estratégias de *Corporate Governance*. In *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, Vol. 30, nº 1, 2008*. p. 07-18.

FERREIRA, Carolina Iwancow. *Corporate governance: manual teórico e prático: auditoria: direito e responsabilidade social empresarial*. Porto: Juruá, 2018.

FERREIRA, Manuel Requicha. *The New ESG Bond Markets.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 149 – 166.

FERREIRA, Miguel A. *Climate Finance.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 137 – 148.

FLAMMER, Caroline, *Corporate green bonds.* In *Journal of Financial Economics*, Vol. 142, nº. 2. Elsevier, 2021. p. 499-516.

FRADE, Joana e FROUMOUTH, Julien. *ESG Reporting.* In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 231 – 248.

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

FULTON, Mark; KAHN, Bruce e SHARPLES, Camilla. *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance.* Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG, 2012.

GARNER, Bryan A. et al. *Black's Law Dictionary.* 7ª ed. St. Paul: West Publishing Group, 1999.

GIÃO, João Sousa. *Green Bonds.* In O novo direito dos valores mobiliários – I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros. Coimbra: Almedina, 2017, p. 311-319.

GIRÁLDEZ, Juan and FONTANA, Stephanie. *Sustainability-linked bonds: the next frontier in sovereign financing.* *Capital Markets Law Journal*, Vol. 17, nº. 1. Oxford Academic, 2022, p. 8–19.

GIRASA, Roy. *Corporate governance and finance law.* New York: Palgrave Macmillan, 2013.

GOMES, José Ferreira. Do *corporate governance* ao *product governance* na intermediação financeira. In *Cadernos do mercado de valores mobiliários sobre os 20 anos do código dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2021. p. 427 – 450.

GORJÃO-HENRIQUES, Miguel. Direito da União: história, direito, cidadania, mercado interno e concorrência. 9ª ed. Coimbra: Almedina, 2019.

GREWAL, Jody; HAUPTMANN, Clarissa; e SERAFEIM, George. *Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness.* *Journal of Business Ethics.* Vol. 171, nº. 3. Springer, 2020. p. 513–544.

GORTSOS, Christos. *The taxonomy regulation: more important than just as an element of the capital markets union.* In *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets.* Palgrave Macmillan, 2021. p. 351 - 395.

HANNIGAN, Brenda. *Company Law.* 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

HILL, John. *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: a balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio.* Londres: Academic Press, 2020.

HOEPNER, Andreas G. F.; OIKONOMOU, Ioannis; SAUTNER, Zacharias; STARKS, Laura T. and ZHOU, Xiaoyan. *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. Working Paper n.º. 671/2020. European Corporate Governance Institute, 2020.*

HOPKINS, Michael. *Corporate Social Responsibility, uma Nova Estratégia Organizacional. In Sustentabilidade, Competitividade e Equidade Ambiental e Social. Coimbra: Almedina, 2008. p. 87 – 93.*

IOANNOU, Ioannis; e SERAFEIM, George. *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. In The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Psychological and Organizational Perspectives. Oxford: Oxford University Press, 2019. p. 452–489.*

KEAY, Andrew. *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance. 1ª ed. New York: Routledge, 2013.*

LANGBEIN, John H. *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest? In The Yale Law Journal. Vol. 114, n.º. 5, 2005, p. 929 – 990.*

LARCKER, David F.; e TAYAN, Brian. *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences. New Jersey: Pearson Education, 2011.*

LEE, Hoesung; e ROMERO, José [eds.]. *Climate Change 2023: Synthesis Report. Genebra: Intergovernmental Panel on Climate Change – IPCC, 2023.*

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das obrigações. Vol. 2: Transmissão e extinção das obrigações: Não cumprimento e garantias de crédito. 13ª ed. Coimbra: Almedina, 2021.*

LICHT, Amir N. *Culture and Law in Corporate Governance In. The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 166 – 230.*

LOEW, Edgar; ERICHSEN, Giulia; LIANG, Benjamin; POSTULKA, Margret Louise. *Corporate Social Responsibility (CSR) and Environmental Social Governance (ESG) – Disclosure of European Banks. Working Paper Series 2021 – n.º. 83, European Banking Institute, 2021.*

MACCHIAVELLO, Eugenia e SIRI, Michele. *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green FinTech'.* Working Paper Series 2020 – n.º. 71. European Banking Institute, 2020.

MACEY, Jonathan R. *Corporate governance: promises kept, promises broken.* Princeton: Princeton University Press, 2008.

MAGALHÃES, Vânia Patrícia Filipe. A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social. *In Revista de Direito das Sociedades, Ano I (2009), n.º 2.* Coimbra: Almedina, 2009. p. 379 – 414.

MARAGOPOULOS, Nikos. *Towards a European Green Bond: A Commission's proposal to promote sustainable finance.* Working Paper Series 2021 – n.º. 103. European Banking Institute, 2021.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Administração de sociedades anónimas e responsabilidade dos administradores. Coimbra: Almedina, 2020.

MARTINS, Ana Maria Guerra. Manual de direito da União Europeia. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2017.

MEIRA, Deolinda; e RAMOS, Maria Elisabete. *Social Enterprises and Benefit Corporations in Portugal.* *In The International Handbook of Social Enterprise Law: Benefit Corporations and Other Purpose-Driven Companies.* Cham: Springer, 2023. p. 739 – 758.

MOLINARI, Claire Marcella Woods. *The Environment, Intergenerational Equity Long-Term Investment.* Oxford University (tese PhD). 2011.

NEVES, Rui de Oliveira. *The EU Taxonomy Regulation and Its Implications for Companies.* *In The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance.* Cham: Palgrave Macmillan, 2022. p. 249 – 266.

NUNES, Pedro Caetano. *Corporate Governance.* Coimbra: Almedina, 2006.

OCH, Marleen. *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?* Working Paper n.º. 2020/05. KU Leuven. Jan Ronse Institute for Company & Financial Law, 2020.

OCDE

- *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*. Paris: OECD Publishing, 2020.

- *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*. Paris: OECD Publishing, 2017.

- *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. Paris: OECD Publishing, 2016.

OLAWUYI, Damilola S. *Corporate accountability for the natural environment and climate change*. In *The Cambridge companion to business and human rights law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de.

- *Manual de corporate finance*. - 2ª ed. - Coimbra: Almedina, 2015.

- *Manual de grupos de sociedades*. Coimbra: Almedina, 2018.

PACCES, Alessio Maria.

- *Rethinking corporate governance: the law and economics of control powers*. New York: Routledge, 2012.

- *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law*. In *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. Cham: Palgrave Macmillan, 2021. p. 151 - 174.

- *Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?* Working Paper n.º. 611/2021. European Corporate Governance Institute, 2021.

PAGE, Antony; e **KATZ, Robert A.** *Freezing out Ben & Jerry Corporate Law and the Sale of a Social Icon*. In *Vermont Law Review*. Vol. 35, n.º. 1, 2010. p. 211-250.

PARK, Stephen Kim. *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*. In *Stanford Journal of International Law*, Vol. 54, n.º. 1, 2018.

PATERSON, John. *Corporate governance and Corporate social responsibility. In The Cambridge companion to business and human rights law.* Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

PIETSCH, Allegra e SALAKHOVA, Dilyara. *Pricing of Green Bonds: Drivers and Dynamics of the Greenium. Working Paper n.º. 2022/2728. European Central Bank – ECB,* 2022.

REIS, Nuno Tiago Trigo dos. Os Deveres de Lealdade dos Administradores de Sociedades Comerciais. *In* Temas de direito comercial, Cadernos o direito, n.º 4. Coimbra: Almedina, 2009. p. 279-419.

RHODE, Deborah L.; PACKEL, Amanda K. *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make? In Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 39, n.º. 2,* 2014. p. 377-426.

RICHARDSON, Benjamin. *The art of environmental law: governing with aesthetics.* Oxford: Hart Publishing, 2019.

SANCHES, Diogo Miguel Assunção de Freitas. Sustentabilidade no mercado de capitais – papel das *green bonds*. *In* Cadernos do mercado de valores mobiliários sobre os 20 anos do código dos valores mobiliários. Coimbra: Almedina, 2021. p. 875 – 884.

SANDOR, Richard L.; CLARK, Nathan J; KANAKASABAI, Murali; e MARQUES, Rafael L. *Environmental Markets: A New Asset Class.* Charlottesville: CFA Institute Research Foundation, 2014.

SARAIVA, Rute Neto Cabrita e Gil. *Direito dos mercados financeiros: apontamentos.* 2ª ed. Lisboa: AAFDL, 2018.

SCHANZENBACH, Max Matthew; e SITKOFF, Robert H. *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee. In Stanford Law Review. Vol. 72, n.º. 2,* 2020. p. 381-454.

SCHOENMAKER, Dirk; e SCHRAMADE, Willem. *Principles of Sustainable Finance.* Oxford: Oxford University Press, 2018.

SCHUETZE, Franziska and STEDE, Jan. *EU Sustainable Finance Taxonomy – What Is Its Role on the Road towards Climate Neutrality? Discussion Paper n.º. 1923.* Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung – DIW, 2020.

SCHUMACHER, Kim. *Green Bonds: the Shape of Green Fixed-Income Investing to Come.* *Journal of Environmental Investing*, Vol. 10, n.º. 1, 2020, p. 5–29.

SEPETIS, Anastasios. *A Holistic Sustainable Finance Model for the Sustainable Capital Market.* *Journal of Financial Risk Management*, Vol. 9, n.º. 2, 2020, p. 99-125.

SERAFFEIM, George. *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey.* *Working Paper, n.º. 17-079.* Harvard Business School, 2017.

SERRA, Catarina. *Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e interesse social iluminado.* In I Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina, 2011. p. 211-258.

SHERWOOD, Matthew W.; e POLLARD, Julia. *Responsible investing: an introduction to environmental, social, and governance investments.* 1ª ed. New York: Routledge, 2019.

SPANGLER, Timothy. *The law of private investment funds.* 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2018.

SPINDLER, Gerald. *Social Purposes in German Corporate Law and Benefit Corporations in Germany.* In *The International Handbook of Social Enterprise Law.* Cham: Springer, 2022. p. 585 – 600.

WEBSTER, Emily. *Information Disclosure and the Transition to a Low-Carbon Economy: Climate-Related Risk in the UK and France,* *Journal of Environmental Law*, Vol. 32, n.º. 2. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 279–308.

WILLIAMS, Cynthia A. *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance.* In *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance.* Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 785 – 851.

WINTER, Jaap. *Shareholder engagement and stewardship: the realities and illusions of institutional share ownership.* University of Amsterdam. Duisenberg School of Finance, 2011.

Atos Normativos Consultados

Alemanha

Aktiengesetz de 1965 - Disponível em:

<https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>

Estados Unidos da América

Delaware General Corporation Law de 2022 – Disponível em:

<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>

SEC Proposed Rule nº 33-11042 de 2022 - Disponível em:

<https://www.sec.gov/rules/proposed/proposedarchive/proposed2022.shtml>

SEC Proposed Rule nº 33-11068 de 2022 - Disponível em:

<https://www.sec.gov/rules/proposed/proposedarchive/proposed2022.shtml>

SEC Final Rule No. IA-3060 – Disponível em:

<https://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2010.shtml>

Sarbanes-Oxley Act de 2002 – Disponível em:

<https://www.congress.gov/bill/107th-congress/house-bill/3763/text?s=2&r=18&q=%7B%22search%22%3A%5B%22Sarbanes-Oxley+Act%22%5D%7D>

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010 – Disponível em:

<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>

Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) de 1977 – Disponível em:

<https://www.congress.gov/congressional-record/congressional-record-index/106th-congress/1st-session/foreign-corrupt-practices-act/174360>

Reino Unido

UK Companies Act de 2006 – Disponível em:

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

República Federativa do Brasil

Lei nº 4.595 de 1964 – Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm

Decreto-Lei nº 73 de 1966 – Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0073.htm

Lei nº 6.404 de 1976 – Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

Circular SUSEP nº 666/2022 – Disponível em:

<https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapa.exe?router=upload/26128>

Resolução CMN nº 4.943/2021 - Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4943>

Resolução CMN nº 4.945/2021 - Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4945>

Resolução BCB nº 139/2021 - Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=139>

República Portuguesa

Constituição da República Portuguesa - Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-aprovacao-constituicao/1976-502635>

Código Civil, aprovado pelo Decreto-Lei nº 47344 - Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1966-34509075>

Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86 - Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975>

Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei nº 468/99 - Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>

Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGIC), aprovado pelo Decreto-Lei n° 298/92, de 31 de dezembro – Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/298-1992-448953>

Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), aprovado pela Lei n° 16/2015, de 24 de fevereiro – Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/2015-67040495>

Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora (RJASR), aprovado pela Lei n° 147/2015 de 09 de setembro – Disponível em:

<https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/2015-74941519>

União Europeia

Tratado da União Europeia – TUE – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A12012M%2FTXT>

Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia – TFUE – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>

Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A32009L0065>

Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A02013L0034-20230105&qid=1693064213796>

Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095&qid=1688378171107>

Diretiva (UE) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2016 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32016L2341>

Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129>

Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088&qid=1688378254706>

Regulamento (UE) 2020/672 do Conselho de 19 de maio de 2020 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0672&qid=1688378299115>

Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852&qid=1688378318546>

Regulamento (UE) 2020/2094 do Conselho de 14 de Dezembro de 2020 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R2094>

Regulamento (UE) 2021/1119 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de junho de 2021 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32021R1119>

Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022 – Disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464&qid=1688378393535>

Comunicações da União Europeia Consultadas

COM/2001/428 final, de 12 de outubro de 2001 - “Governança europeia — um Livro Branco”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52001DC0428>

COM/2011/0681 final de 25 de outubro de 2011 - “Responsabilidade Social das empresas: uma nova estratégia da UE para o período de 2011 – 2014”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52011DC0681>

COM/2017/C 215/01 de 05 de julho de 2017 – “Orientações sobre a comunicação de informações não financeiras (metodologia a seguir para a comunicação de informações não financeiras)”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52017XC0705%2801%29>

COM/2018/097 final de 08 de março de 2018 – “Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

COM 2019/C 209/01, de 20 de junho de 2019 – “Orientações para a comunicação de informações não financeiras: documento complementar sobre a comunicação de informações relacionadas com o clima”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC0620%2801%29>

COM/2019/640 final de 11 de dezembro de 2019 – “Pacto Ecológico Europeu”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>

COM/2021/390 final de 06 de julho de 2021 – “Estratégia de Financiamento da Transição para uma Economia Sustentável”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021DC0390>

COM/2021/391 final de 06 de julho de 2021 – “Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Obrigações Verdes Europeias”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0391>

COM/2022/143 final de 30 de março de 2022 – “Proposta de Diretiva que altera as Diretivas 2005/29/CE e 2011/83/UE no que diz respeito à capacitação dos consumidores para a transição ecológica através de uma melhor proteção contra práticas desleais e de

melhor informação”. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0143&qid=1649327162410>

C/2023/5303 final de 31 de julho de 2023 – “Proposta de Regulamento Delegado (UE) da Comissão que complementa a Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no respeitante às normas de relato de sustentabilidade”.

Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=PI_COM%3AC%282023%295303

ESMA. 33-9-320 – *Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?search_api_fulltext=Guidelines+on+Disclosure+Requirements+Applicable+to+Credit+Ratings&search_api_fulltext_1=&items_per_page=20

TEG. *Report on EU Green Bond Standard*. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf

Atos Quase Normativos (Soft Law) Consultados

Climate Bonds Initiative – CBI

Climate Bonds Standard and Certification Scheme – CBS – Disponível em:

<https://www.climatebonds.net/standard/the-standard>

Global Reporting Initiative – GRI

GRI Standards – Disponível em:

<https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>

Instituto Português de Corporate Governance – IPCG

Código de Governo das Sociedades – Disponível em:

<https://cgov.pt/codigo-de-governo-das-sociedades/o-codigo/arquivo>

International Capital Market Association – ICMA

Green Bond Principles – Disponível em:

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

Sustainability Bond Guidelines – Disponível em:

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/>

Sustainability-Linked Bond Principles – Disponível em:

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>

Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability- Linked Bonds External Reviews – Disponível em:

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews/>

UK Financial Reporting Council

UK Corporate Governance Code – Disponível em:

<https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance/uk-corporate-governance-code>

UK Stewardship Code – Disponível em:

<https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE.

Guidelines for Multinational Enterprises – Disponível em:

<https://mneguidelines.oecd.org/guidelines/>

United Nations Principles for Responsible Investing – UN PRI

Principles for Responsible Investing – Disponível em:

<https://www.unpri.org/>

Jurisprudência Consultada

Estados Unidos da América

Dodge v. Ford Motor Co. (1919) Michigan, 170 N.W.668, 204 Mich. 459 at 507

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1977)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings (1986): Delaware, 506 A.2d 173, 182

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).