



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Curso de Graduação em Direito

PEDRO HENRIQUE FACHINI LUSTOSA DA COSTA

**A POSSIBILIDADE DE INTERVENÇÃO ESTATAL PARA REGULAR OS FUNDOS
DE INVESTIMENTO ESG**

Brasília

2021



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Curso de Graduação em Direito

**A POSSIBILIDADE DE INTERVENÇÃO ESTATAL PARA REGULAR OS FUNDOS
DE INVESTIMENTO ESG**

Autor: Pedro Henrique Fachini Lustosa da Costa

Orientadora: Professora Doutora Amanda Flávio de Oliveira

Monografia apresentada à Banca Examinadora,
na Faculdade de Direito da Universidade de
Brasília, como requisito parcial à obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Brasília, 3 de novembro de 2021.

FOLHA DE APROVAÇÃO**PEDRO HENRIQUE FACHINI LUSTOSA DA COSTA****A Possibilidade De Intervenção Estatal Para Regular Os Fundos De Investimento ESG**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

Aprovada em 3/11/2021.

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Amanda Flávio de Oliveira

(Orientadora – Presidente)

Professor Mestre Bradson Camelo

(Membro Avaliador)

Professor Mestre Leonardo Corrêa

(Membro Avaliador)

AGRADECIMENTOS

Antes de entrar na parte mais emotiva destes agradecimentos, gostaria de agradecer à professora Amanda por ter sido tão boa orientadora. A sua atenta leitura e as pertinentes observações e provocações foram fundamentais para que este trabalho chegasse ao estado em que se encontra. Obrigado, professora, por ajudar a iluminar a caminhada que foi este trabalho.

Acabei de escrever todo o trabalho e aqui estou encarando a tela do computador, escutando música e pensando no que escrever na parte mais sentimental destes agradecimentos, mas sem ideias do que falar.

A *playlist* que estou escutando mistura músicas que eu gosto, mas de gêneros diversos, e músicas que eu não conheço, adicionadas pelo Spotify com base nas minhas preferências. Acho que posso usar essa *playlist* para ajudar a representar o que estou sentindo agora que chego ao fim da graduação e para tornar o processo de escrita destes agradecimentos mais divertido.

As músicas que eu já conheço são as memórias que a vida universitária me proporcionou. Assim como há músicas de diferentes gêneros na *playlist*, as memórias são diferentes entre si.

Quando começa uma música animada, eu logo me lembro dos momentos de felicidade que eu compartilhei com meus amigos ou com a minha família e das festas às quais fui (termino o curso achando que deveria ter ido a mais, mesmo tendo ido a muitas). Quando toca uma italiana, eu já me teletransporto para a tranquilidade do ano de 2019 em Siena e nas várias cidades que eu pude conhecer nas minhas viagens.

Claro que a *playlist* de memórias não é feita só de músicas alegres. Algumas servem para me lembrar que a graduação foi também um período de dedicação, concentração e sacrifícios. Não digo isso com pesar, mas com a certeza de que esses momentos contribuíram enormemente para os aprendizados que levo comigo.

As músicas que eu não conheço, mas estão ali por conta das minhas escolhas passadas são as memórias que o futuro guarda para mim. Com o fim da faculdade, entro em uma nova fase cheia de possibilidades e sei que as experiências que viverei serão em regra determinadas

por mim. Assim como as músicas desconhecidas da *playlist* estão ali por conta das minhas preferências, as memórias que ganharei estarão relacionadas às minhas escolhas futuras.

Ter revisitado essas memórias enquanto escrevia me faz ter a certeza de que só foi possível montar a *playlist* de memórias por conta das inúmeras pessoas que cruzaram meu caminho nos últimos anos. Devo, portanto, agradecer a elas.

Antes de todos, eu devo agradecer a minha mãe, Eliana. Companhia cotidiana e apoiadora incondicional, não há um sonho meu que não seja sonhado por ela também. Agradeço ao meu pai, Paulo Henrique, que, mesmo morando longe, faz-se presente e é o melhor interlocutor que eu poderia ter. Ainda no nosso núcleo familiar reduzido, agradeço aos meus irmãos, Neneto e Duda, por estarem sempre comigo, mesmo que seja para implicar.

Tenho o privilégio de ter que agradecer também ao núcleo familiar ampliado. Aos meus avós da Qi 13, Paulo e Lelela, obrigado por incorporarem o amor e a felicidade. A casa de vocês com a família reunida é o melhor lugar do mundo. À vovó Cida por, mesmo com uma doença que fez com que ela se tornasse mais ausente, nunca me deixar em dúvida da enormidade do seu amor por mim.

Agradeço aos meus tios por serem como pais para mim, participando, torcendo e ajudando como se eu fosse filho deles. Falando em filhos e tios, uma das maiores felicidades destes últimos anos foi ver o laço familiar que mantenho com meus primos tornar-se também um laço de amizade. Obrigado por estarem ao meu lado.

Agradeço agora aos meus amigos, tanto os anteriores ao ingresso na UnB quanto os posteriores, e não vou ser específico neste agradecimento. A razão é a de que eu ganhei na loteria da amizade e tenho muitos amigos então a chance de eu ser específico e acabar me esquecendo de alguém é grande.

Amigos, esta pandemia escancarou como vocês são importantes para que a minha vida seja leve e feliz. Então, de forma sucinta, mas repleta de sentimento: Muito obrigado por tornarem a minha vida mais colorida!

FICHA CATALOGRÁFICA:**REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA:**

LUSTOSA, Pedro Henrique. **A Possibilidade De Intervenção Estatal Para Regular Os Fundos De Investimento ESG**. Monografia de Final de Curso (Graduação em Direito), Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, DF, 70f, 2021.

RESUMO

Nos últimos anos, nota-se o crescimento da oferta e da procura por produtos financeiros que levam em consideração aspectos sustentáveis na sua política de investimento. Esse crescimento dos investimentos ESG foi acompanhado pela maior preocupação com a possibilidade de *greenwashing*. Diante desse temor, passou-se a discutir se caberia ao Estado regular os investimentos ESG para proteger os investidores e coibir o *greenwashing*. Este trabalho busca responder, considerando as normas constitucionais e infraconstitucionais, se deve haver a imposição de regras específicas para os fundos de investimento que se autodenominam ESG. Ao final, a conclusão é a de que os requisitos que autorizam a intervenção estatal – necessidade, eficácia e eficiência - não estão presentes, logo, o Estado não deve agir e respeitar o comando constitucional de apenas atuar subsidiariamente.

Palavras-Chave: Direito Econômico; Fundo de Investimento; ESG; *Greenwashing*; Intervenção Estatal; Subsidiariedade.

ABSTRACT

In the last few years both offer and demand for financial products that take sustainable aspects into their investment policy have grown considerably. With the growth of ESG investments, worries about greenwashing have also risen. This preoccupation has led to discussions about the State regulating ESG investments to protect investors and to prevent greenwashing. Considering legal and constitutional rules, this work's aim is to answer if there should be imposed new rules to the so-named ESG investment funds. The conclusion is that the requisites necessary for allowing State intervention – necessity, efficacy and efficiency – have not been met, therefore, the State should not act and should respect the constitutional command of only acting in subsidiarity.

Keywords: Economic Law; Investment Fund; ESG; Greenwashing; State Intervention; Subsidiarity.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIR	Análise de Impacto Regulatório
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ASG	Ambiental, Social e Governança
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	Environmental, Social and Governance
LLE	Lei nº 13.874/2019, a Lei de Liberdade Econômica
ODS	Objetivo de Desenvolvimento Sustentável

SUMÁRIO

Introdução	12
I. Fundo de investimento, ESG e o fenômeno do greenwashing	14
I. 1. O fundo de investimento.....	14
I. 2. O crescimento do interesse pelo investimento ESG.	19
I. 3. O fenômeno do <i>greenwashing</i>	24
II. A primazia do indivíduo, a Lei de Liberdade Econômica e a Análise de Impacto Regulatório	30
II. 1. A livre iniciativa e a subsidiariedade da intervenção estatal.	30
II. 2. A Análise de Impacto Regulatório e a CVM.	36
III. O investimento ESG, as normas já existentes que o abordam e as consequências da criação de novas normas	41
III. 1. As já existentes normas que obrigam o cumprimento do compromisso ESG e sancionam em caso de descumprimento.	41
III. 2. A dificuldade em definir o investimento ESG.....	48
III. 3. O aumento do custo regulatório e o paradoxo da desinformação decorrente da disponibilização de informações.	53
Conclusão	59

Introdução

Os últimos anos foram marcados pelo crescimento dos compromissos governamentais com questões ambientais e sociais. A Agenda 2030 da ONU e o Acordo de Paris são exemplos desses compromissos.

Na esfera particular, a indignação demonstrada por parte da população com recentes casos de racismo, o crescimento de movimentos pela igualdade de gênero, a centralidade das discussões sobre consequências ambientais e as revoltas com relatos de corrupção são alguns dos sinais de que há setores na sociedade desejando mudanças.

Diante desse cenário, verificou-se, nos últimos anos, o crescimento dos investimentos ESG ou ASG (Ambiental, Social e Governança). Esses novos produtos ofertados pelo mercado financeiro prometem obter retornos financeiros ao mesmo tempo em que investem em empresas que adotam práticas sustentáveis, logo, benéficas para o Planeta.

A experiência, no entanto, tem mostrado que há diferenças significativas entre os investimentos que se dizem ESG. Os atores do mercado, por conseguinte, passaram a questionar se alguns deles realmente são sustentáveis ou se estão apenas chamando-se assim para iludir o investidor. Essa prática de vender um investimento como positivo para a sociedade, mesmo ele não o sendo, foi apelidada de *greenwashing*.

Constatado que o *greenwashing* é um risco real, passou-se a discutir se o Estado deveria intervir para determinar quais as características que configuram esse novo tipo de investimento.

O presente trabalho busca, utilizando a metodologia de pesquisa bibliográfica, responder a esse questionamento sobre a necessidade de o Estado brasileiro, por meio da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), praticar algum ato para intervir no mercado dos investimentos ESG. Com o objetivo de restringir o objeto deste trabalho e permitir uma análise mais vertical, opta-se por focar apenas nos fundos de investimento, deixando as peculiaridades das outras formas de investimento para outra ocasião.

Considerando os princípios que regem a ordem econômica constitucional brasileira, para responder esse questionamento, utiliza-se do instrumento da AIR (Análise de Impacto Regulatório), que ganhou status legal com a LLE (Lei de Liberdade Econômica). A compreensão dos efeitos que um ato normativo estatal tratando desse assunto teria para o mercado dos fundos de investimento permitirá que se diga se é pertinente a ação estatal.

Ademais, analisa-se a experiência da UE e dos EUA, mas principalmente a europeia, para se ter uma ideia dos efeitos ocorridos na experiência internacional e imaginar como poderiam ocorrer aqui.

O trabalho, portanto, é dividido em três capítulos, que estão divididos em partes. O primeiro capítulo (i) apresenta as características do fundo de investimento e as normas jurídicas que dele tratam, (ii) mostra um panorama do mercado de investimentos ESG no Brasil e em outros países e (iii) foca no fenômeno do *greenwashing* para que ele seja explicado e compreendido.

No segundo, (i) expõe-se, considerando os princípios que regem a ordem econômica constitucional brasileira e a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, os pressupostos necessários para que o Estado intervenha na liberdade dos particulares. Posteriormente, (ii) o capítulo elucida o que é a AIR e esclarece se a CVM deve realizá-la caso decida editar ato normativo tratando de fundos de investimento sustentáveis.

O terceiro aprofunda-se em algumas questões sobre ESG que merecem maior enfoque. (i) Faz-se a análise das normas que obrigam o fundo de investimento a seguir seu compromisso ESG, (ii) expõe-se como a materialidade e a técnica de investimento tornam complexa a definição do que é um investimento sustentável e, ao fim, (iii) define-se custo regulatório e se expõe como novas obrigações de disponibilização de informação podem gerar desinformação.

Exposto o raciocínio, conclui-se que uma medida definidora das características necessárias para que um fundo seja considerado ESG não cumpre os requisitos necessários para a válida intervenção estatal. Faz-se ainda uma enumeração de possíveis consequências que esse ato normativo teria para a sociedade.

Ao final, reforça-se que, por conta da obrigação de realizar a AIR, a edição de ato normativo sobre fundos sustentáveis deverá ser precedida por análise da existência dos requisitos que autorizam a intervenção estatal na liberdade dos particulares e as consequências que tal intervenção traria. O Governo, portanto, deverá realizar tarefa similar à feita neste trabalho.

I. Fundo de investimento, ESG e o fenômeno do greenwashing.

I. 1. O fundo de investimento.

Os fundos de investimentos podem ser definidos como: “entidades organizadas sob forma de condomínios destinados à aplicação em ativos financeiros sob a responsabilidade de um administrador”¹. Trata-se de uma reunião de interessados em investir que buscam uma gestão especializada, mas que preferem dividir os custos dessa gestão ao invés de arcar individualmente com eles. Por haver essa divisão de custos, essa forma coletiva de investimento é um produto mais acessível e especialmente vantajoso para o pequeno investidor individual². Tanto que o primeiro fundo de investimento da História, feito nos Países Baixos, era destinado a investidores de meios limitados e o primeiro fundo britânico buscava oferecer as mesmas vantagens dos grandes capitalistas ao pequeno investidor³.

A Lei 13.874/2019, conhecida como Lei de Liberdade Econômica, além de ser uma Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, alterou algumas normas do ordenamento jurídico brasileiro. Entre essas alterações, a LLE inaugurou o Capítulo X, do Fundo de Investimento, no Livro de Direito das Coisas do Código Civil.

Esse novo Capítulo tem como finalidade esclarecer algumas questões controvertidas relacionadas aos fundos de investimento e, com isso, trazer maior segurança jurídica, competitividade e atratividade para essa indústria, conforme enunciado na Exposição de Motivos da MP 881/2019¹, que foi posteriormente convertida na LLE.

Por ter esse intuito, o primeiro artigo do Capítulo X tratou de logo encarar a polêmica questão da natureza jurídica do fundo de investimento: “Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. (Incluído pela Lei 13.874, de 2019)”².

¹ BRASIL. **Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 881/2019, de 11 de abril de 2019**. Brasília: Ministério da Economia, Advocacia Geral da União e Ministério da Justiça e Segurança Pública, [2019]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 16 ago. 2021.

² BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília: Presidência da República, [2002]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 16 ago. 2021.

Essa questão é polêmica porque há na doutrina quem defenda que o fundo de investimento é uma sociedade, mas, como a natureza do fundo de investimento passou a constar em lei, essa discussão tem se tornado sem propósito e a 3ª Turma do STJ já reconheceu que, para a solução de casos concretos, a natureza jurídica é de pouca importância:

A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, para os fins que aqui interessam, importa reconhecer que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico; c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações.³

Merece destaque o fato de que a LLE ampliou o conceito de fundo de investimento que antes era adotado no Direito brasileiro. Antes dessa Lei, adotava-se a definição trazida pela Instrução 555 da CVM, que dispõe sobre os fundos de investimento: “Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.”⁴.

Confrontando o artigo transcrito e o art. 1.386-C do Código Civil, percebe-se que a novidade legislativa esclareceu que os fundos de investimentos são condomínios, mas que são de natureza especial porque obedecem a um conjunto diferente de normas, e expandiu as possibilidades de aplicação dos fundos, pois incluiu bens e direitos de qualquer natureza, além dos ativos financeiros.

Outra segurança trazida pela LLE foi a de fazer constar no Código Civil que a Comissão de Valores Mobiliários é responsável por regulamentar os fundos de investimento: “Art. 1.368-F. O fundo de investimento constituído por lei específica e regulamentado pela Comissão de

³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3. Turma). **Recurso Especial 1.834.003/SP**. Recurso Especial. Processual Civil. Ação de reparação de danos. Fundo de investimento. Liquidação. Normas e procedimentos contábeis. Dever de observância. Obrigação do administrador. Legitimidade passiva. Teoria da asserção. Recorrente: Santander Securities Brasil S. A. Recorrido: Carlos Eduardo Terepíns *et al.* Relator: Min. Ricardo Villas Boas Cuêva, 17 de setembro de [2019]. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=100220552&num_registro=201702541679&data=20190920&tipo=91&formato=PDF. Acesso em: 16 ago. 2021.

⁴ BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, [2014]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

Valores Mobiliários deverá, no que couber, seguir as disposições deste Capítulo. (Incluído pela Lei 13.874, de 2019)”⁵.

Embora a competência já fosse da CVM desde a Resolução 1.787/1991 do Conselho Monetário Nacional, fazer essa competência constar em lei traz maior segurança e solidez para esse setor. A CVM, criada pela Lei 6.385/76, e com as alterações promovidas pela Lei 10.411/2002, tem a seguinte natureza jurídica:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.⁶

Em relação à regulação dos fundos de investimento, o principal ato normativo da CVM é a Instrução 555, que estabelece diversas obrigações aos atores envolvidos nesse mercado. Dentre essas obrigações, destacam-se aquelas relacionadas ao dever de informar. Essa Instrução traz dois Capítulos sobre o dever de o administrador do fundo, que é “pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo”⁷, prestar tanto informações iniciais quanto informações periódicas posteriores. O dever de informar do administrador será, contudo, aprofundado no Capítulo III desta monografia.

A plena compreensão dos deveres que os fundos de investimento devem observar não é possível apenas estudando as leis e outros atos normativos estatais, como a Instrução 555, uma vez que eles também se submetem à autorregulação. Assim, é necessário analisar as normas que os atores desse mercado impõem a eles mesmos.

Na indústria dos fundos de investimento, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais - ANBIMA é a responsável por realizar a autorregulação

⁵ BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília: Presidência da República, [2002]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 16 ago. 2021.

⁶ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Presidência da República, [1976]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 17 ago. 2021.

⁷ *Ibidem*.

voluntária das entidades do mercado financeiro e de capitais⁸. Como ensina o Professor Marcio Iorio Aranha:

Para a teoria responsiva, autorregulação voluntária não significa simplesmente ausência de controles extrínsecos, mas presença correspondente de controles internos presumivelmente mais severos para o indivíduo que as punições do poder público.⁹

Dessa forma, o administrador de fundo de investimento que opta por associar-se à ANBIMA compromete-se a respeitar o Código de Administração de Recursos de Terceiros¹⁰, que contém regras que excedem aquelas da ação regulatória da CVM, e a ser punido caso desrespeite essas regras.

A Instrução 555, além de trazer obrigações como as acima mencionadas, estabelece as características gerais e específicas dos diferentes tipos de fundos. Uma das categorizações feitas pela CVM é a de categorias de fundo de investimento segundo o principal fator de risco de sua carteira, criando a classificação dos fundos em: Fundo de Renda Fixa; Fundo de Ações; Fundo Multimercado; Fundo Cambial; e outros tipos de Fundos.

Dessa forma, para um fundo de investimento ser considerado Fundo de Ações, ele tem de “ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado”¹¹. Para cada tipo de fundo, a CVM estabelece percentuais mínimos para compor a carteira do fundo, mas a regra é de que ao menos 80% da carteira do fundo deve estar investida em ativos relacionados ao fator de risco que dá nome à classe.

Mais que apenas uma classificação de natureza informativa, a categorização em função do fator de risco associado aos diferentes tipos de fundos serve de orientação para os investidores segundo seu apetite para riscos. Por outro lado, novos tipos de fundos, que não apenas se separam em função do risco associado, vêm surgindo e atraindo a atenção de investidores, como é o caso daqueles que se propõem a priorizar investimentos em empresas e

⁸ ANBIMA. **Modelo de autorregulação, supervisão e enforcement**. ANBIMA, 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/24/91/D5/DA/15C416102956441699A80AC2/Modelo%20de%20autorregula_o%20supervis_o%20e%20enforcement.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.

⁹ ARANHA, Marcio Iorio. **Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório**. 5. ed. rev. ampl. Londres: Laccademia Publishing, 2019.

¹⁰ ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/12/77/D9/66/8236A7103955D5A76B2BA2A8/codigo_Administracao_Recurso_Terceiros_01.07.21.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.

¹¹ BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, [2014]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

negócios que adotem uma pauta focada na responsabilidade social e na sustentabilidade ambiental, os que investem ESG.

I. 2. O crescimento do interesse pelo investimento ESG.

A sigla ESG, em inglês, ou ASG, em português, significa: Ambiental, Social e Governança. No ramo dos investimentos, essa sigla, quando acompanhando o termo investimento, representa um investimento que, além de buscar garantir bons retornos, tem preocupação com aspectos ambientais, sociais e de governança. Nas palavras da ANBIMA:

Por meio da chamada análise ASG (ambiental, social e governança), o mercado vem incorporando estes três critérios ao processo de avaliação de riscos e/ou oportunidades na hora de definir pelo investimento em uma determinada empresa ou projeto¹².

Apresentado o significado de investimento ESG, cumpre de plano informar que, neste trabalho, as expressões “investimento ESG” e “investimento sustentável” serão tratadas como sinônimos. Importante fazer esse esclarecimento porque se sabe que há, no ramo dos investimentos, quem as entenda como sinônimos¹³ e há quem veja a incorporação de aspectos ESG ao processo de investimento como uma das formas de investimento sustentável¹⁴.

Esse tipo de investimento, nos últimos anos, vêm sendo cada vez mais procurado pelos investidores, tendo 51 bilhões de dólares sido destinados a investimentos ESG apenas em 2020 nos Estados Unidos¹⁵. A expectativa para os próximos anos é de que essa busca apenas aumente, fazendo com que os investimentos ESG atinjam 1 trilhão de dólares até 2030¹⁶.

O crescimento de investimentos ESG não é exclusivo dos Estados Unidos da América. Na Ásia, o Japão tornou-se um dos principais entusiastas dos critérios ESG porque o Fundo de Pensão do Governo Japonês - GPIF, que administra 1.6 trilhão de dólares, passou, desde 2017,

¹² ANBIMA. **Guia ASG**. ANBIMA, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2021.

¹³ PEREIRA, Carlo. **O ESG é uma preocupação que está tirando seu sono? Calma, nada mudou**. Exame Invest, 2020. Disponível em: <https://exame.com/blog/carlo-pereira/esg-o-que-e-como-adotar-e-qual-e-a-relacao-com-a-sustentabilidade/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

¹⁴ GLOBAL Sustainable Investment Review 2020. **Global Sustainable Investment Alliance**, 2021. Disponível em: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/07/GSIR-2020.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2021.

¹⁵ IACURCI, Greg. **Money invested in ESG funds more than doubles in a year**. CNBC, 2021. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/02/11/sustainable-investment-funds-more-than-doubled-in-2020.html>. Acesso em: 17 ago. 2021.

¹⁶ GURDUS, Lizzy. **ESG investing to reach \$1 trillion by 2030, says head of iShares Americas as carbon transition funds launch**. CNBC, 2021. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/05/09/esg-investing-to-reach-1-trillion-by-2030-head-of-ishares-americas.html>. Acesso em: 17 ago. 2021.

a investir em investimentos ESG¹⁷. O mercado japonês de fundos de investimento então aumentou a oferta de produtos que atendem aos critérios ESG porque, devido à adoção dessa prática pelo GPIF, cresceu o interesse dos investidores pelas informações relacionadas ao meio ambiente, ao social e à governança¹⁸.

Evidenciando que essa é uma tendência mundial, os investimentos ESG na Europa já somam 1.4 trilhões de dólares, sendo que metade do total de investimentos feitos em 2020 foram direcionados para fundos que consideram critérios ESG. Dessa forma, na Europa, do total de dinheiro sob administração de terceiros para investimento, 11% é destinado a fundos ESG¹⁹.

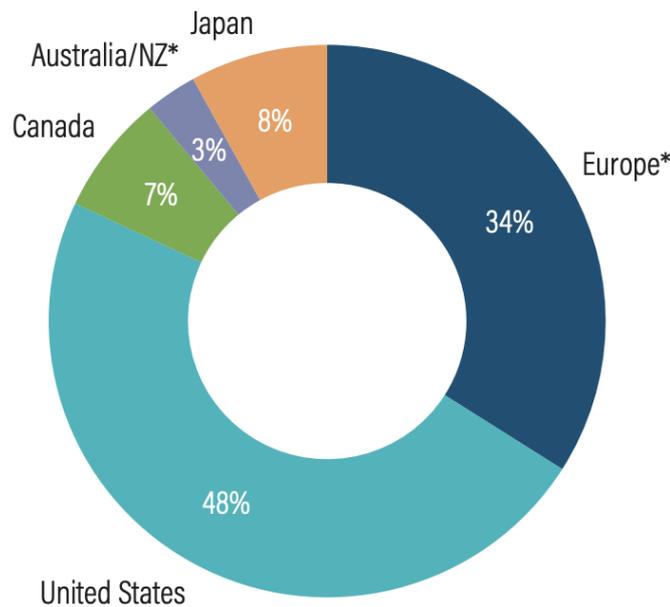
A Global Sustainable Investment Alliance – GSIA, que reúne as principais organizações que realizam investimentos sustentáveis de todo o mundo, elaborou o relatório *Global Sustainable Investment Review 2020* para apresentar os principais dados e conclusões sobre investimentos ESG. Esse relatório afirma que a distribuição, por região do Planeta, dos ativos destinados a esse tipo de investimento é a seguinte:

¹⁷ RUNACRES, David. **Why is Japan embracing ESG investing?** Refinitiv, 2021. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/perspectives/future-of-investing-trading/why-is-japan-embracing-esg-investing/>. Acesso em: 19 ago. 2021.

¹⁸ MILBURN, Ella. **ESG Country Snapshot: Japan – Land of the rising ESG.** Responsible Investor, 2019. Disponível em: <https://www.responsible-investor.com/articles/esg-country-snapshot-japan>. Acesso em: 19 ago. 2021.

¹⁹ SCHWARTZKOPFF, Frances. **ESG Fund Assets Hit Record \$1.4 Trillion in Europe Last Year.** Bloomberg, 2021. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-15/european-esg-funds-hit-record-1-4-trillion-in-assets-last-year>. Acesso em: 19 ago. 2021.

FIGURE 5 Proportion of global sustainable investing assets by region 2020



* Europe and Australasia have enacted significant changes in the way sustainable investment is defined in these regions, so direct comparisons between regions and with previous versions of this report are not easily made.

20

O gráfico evidencia a existência de grupos em diferentes países do Planeta que desejam alterar as práticas ambientais, sociais e de governança das empresas ao mesmo tempo em que obtém retornos financeiros.

Pesquisa do Pew Research Center está em consonância com a afirmação de que a sustentabilidade é uma preocupação em partes de muitas sociedades do Globo. A pesquisa expõe que as mudanças climáticas são vistas, pela maior parte dos entrevistados de diferentes países, como um grande risco para os seus países²¹.

Essa preocupação é ainda maior entre os *millennials*, que, conforme pesquisa feita nos Estados Unidos, frequentemente ou exclusivamente investem considerando fatores ESG. A mesma pesquisa, entretanto, mostrou que 72% da população americana expressou interesse no

²⁰ GLOBAL Sustainable Investment Review 2020. **Global Sustainable Investment Alliance**, 2021. Disponível em: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/07/GSIR-2020.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2021.

²¹ POUHTER, Jacob; HUANG, Christine. **Climate Change Still Seen as the Top Global Threat, but Cyberattacks a Rising Concern**. Pew Research Center, 2019. Disponível em: <https://www.pewresearch.org/global/2019/02/10/climate-change-still-seen-as-the-top-global-threat-but-cyberattacks-a-rising-concern/>. Acesso em: 17 ago. 2021.

mínimo moderado em investimentos sustentáveis²², evidenciando que os produtos ESG não devem ser vistos como produtos exclusivos das gerações mais novas.

A preocupação da população com temas de sustentabilidade, além de alterar o comportamento de cada indivíduo, faz com que os governos também dediquem sua atenção para esses temas. A ONU, liderando um movimento mundial para endereçar essa preocupação, criou a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, que afirma em seu preâmbulo:

A presente Agenda é um plano de ação em favor das pessoas, do planeta e da prosperidade. Também tem como objetivo fortalecer a paz universal dentro de um conceito mais amplo de liberdade. Reconhecemos que a erradicação da pobreza em todas as suas formas e dimensões, incluindo a pobreza extrema, é o maior desafio que se enfrenta no mundo e constitui um requisito indispensável para o desenvolvimento sustentável²³. (tradução livre)

De forma a tornar mais concreto e específico o compromisso firmado entre as nações, foram estabelecidos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável - ODS, que variam da proteção e recuperação da vida terrestre (ODS 15) ao alcance da igualdade de gênero (ODS 5). Desde então, os ODS tornaram-se a referência daquilo que deve ser atingido pelos países em termos de desenvolvimento sustentável, ditando a prática das nações nesse campo.

A União Europeia, em linha com os ODS da Agenda 2030, vai destinar 1 trilhão de euros a investimentos sustentáveis durante a próxima década com o Plano de Investimento para uma Europa Sustentável - SEIP, que é parte do objetivo europeu de zerar a emissão de gases de efeito estufa até 2050²⁴. Já os Estados Unidos da América, em decisão comparável com a da Comissão Europeia, gastarão 2 trilhões de dólares em um programa de renovação de suas infraestruturas com o objetivo de combater o aquecimento global e incentivar a produção de energia limpa²⁵.

²² MILLENNIALS are a driving factor in the growth behind ESG factors. **Nasdaq**, 2021. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/millennials-are-a-driving-factor-in-the-growth-behind-esg-investments-2021-05-25>. Acesso em: 17 ago. 2021.

²³ ONU. **Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development**. Draft resolution referred to the United Nations summit for the adoption of the post-2015 development agenda by the General Assembly at its sixty-ninth session. Nova Iorque: Assembleia Geral da ONU, 2015. Disponível em: <https://undocs.org/en/A/70/L.1>. Acesso em: 19 ago. 2021.

²⁴ EUROPA. **Plano de Investimento para uma Europa Sustentável**. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Econômico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões. Bruxelas: Comissão Europeia, 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN>. Acesso em: 19 ago. 2021.

²⁵ PONCIANO, Jonathan. **Here's What Biden's \$2 Trillion Climate-Focused Infrastructure Plan Means For Stocks And The Economy**. Forbes, 2021. Disponível em:

Algumas pessoas, por terem esse maior interesse em melhorar aspectos ambientais e sociais, passaram a buscar investimentos que proporcionam ganhos financeiros ao mesmo tempo em que estimulam o desenvolvimento sustentável. Agora que se sabe que há pessoas interessadas em investimentos que conjugam retorno financeiro com mudanças na sociedade, era de se esperar que fosse fácil criar um fundo de investimento que se encaixasse a essa demanda, mas essa não é a realidade.

A dificuldade surge quando se tenta determinar as características que fazem com que um fundo seja considerado ESG porque, segundo a técnica de investimento que se adota, os aspectos ambientais, sociais ou de governança são encarados de formas diversas. Em termos simples: uma prática que é considerada positiva para a preservação do meio ambiente para uma técnica de investimento pode não ser considerada por outra.

A dificuldade em definir ESG será, diante de sua importância para este trabalho, devidamente tratada em capítulo próprio, especialmente porque, a partir do risco de induzir a erro os investidores que pretendem aplicar nesta modalidade de investimentos, surge a discussão quanto à necessidade de o Estado atuar na regulamentação desses fundos de investimento e sobre suas consequências para essa atividade econômica.

I. 3. O fenômeno do *greenwashing*.

A dificuldade em definir se um fundo é ESG, ou não, fez com que os potenciais investidores passassem a se preocupar com o *greenwashing*, que é definido como: “levar os investidores a crer que eles estão fazendo investimentos sustentáveis quando, na verdade, o dinheiro deles acaba não tendo um impacto positivo no meio ambiente ou na sociedade (tradução livre)”²⁶.

A denúncia feita por Tariq Fancy, ex-chefe de investimentos no setor de Investimento Sustentável da BlackRock, maior administradora de ativos em todo o mundo, com 8.7 trilhões de dólares sob sua administração, contribuiu para que a discussão sobre o *greenwashing* ganhasse ainda mais evidência. Segundo Fancy:

A indústria de serviços financeiros está enganando o público americano com suas práticas sustentáveis e pró-meio ambiente. Esse ramo multitrilionário de investimentos socialmente conscientes está sendo apresentado como algo que não é. Em suma, Wall Street está *greenwashing* o sistema econômico e, no processo, criando uma distração mortal (tradução livre)²⁷.

Essa declaração de uma pessoa tão influente no setor de investimentos sustentáveis é apenas um dos indicativos de como a questão do *greenwashing* é urgente para investidores, tanto profissionais quanto amadores, de todo o mundo.

Além de expor o problema, Fancy entende que o livre mercado não irá resolvê-lo sozinho. É necessário, para ele, que o Estado, combinando esforços da ciência e da política, trate do *greenwashing*.

Pesquisa conduzida no Reino Unido concluiu que o *greenwashing* é a principal preocupação daqueles que realizam investimentos ESG. Do total de entrevistados, 44% deles apontaram “os investimentos não serem aquilo que afirmam ser” como sua maior preocupação²⁸.

²⁶ SUSTAINABILITY Funds Hardly Direct Capital Towards Sustainability. **Greenpeace**, 2021. Disponível em: https://www.greenpeace.ch/static/planet4-switzerland-stateless/2021/06/75cd1284-gp_greenwashingstudie_en.pdf. Acesso em: 23 ago. 2021.

²⁷ FANCY, Tariq. **Financial world greenwashing the public with deadly distraction in sustainable investing practices**. USA Today, 2021. Disponível em: <https://www.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

²⁸ GREENWASHING tops investors' concerns around ESG products, new research finds. **Quilter**, 2021. Disponível em: <https://media.quilter.com/search/greenwashing-tops-investors-concerns-around-esg-products-new-research-finds/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

Esse nível de preocupação, contudo, não é exclusivo do Reino Unido. Estudo feito pela Schroders com profissionais da indústria de investimento de todo o mundo aponta que, pelo segundo ano consecutivo, o *greenwashing* é o principal desafio enfrentado pelos investidores. No estudo de 2020, 60% dos entrevistados citaram o *greenwashing* como principal preocupação e, em 2021, foram 59%²⁹.

O GreenPeace fez um estudo com os fundos de investimento suíços e luxemburgueses para saber se os que são ESG direcionam mais capital para atividades sustentáveis do que os fundos tradicionais, que não adotam fatores ESG. A conclusão do estudo foi de que os fundos ESG pontuam melhor que os fundos tradicionais na métrica ESG que eles adotaram, mas a diferença é muito pequena³⁰. Esse estudo serve para dar razão aos investidores que se preocupam com o *greenwashing*, pois demonstra como a possibilidade desse fenômeno ocorrer atualmente é considerável.

Após apresentar suas conclusões, o estudo expõe as soluções que entende que sanarão o problema cuja existência foi constatada no estudo. Defendem que devem ser estabelecidos, pelos atores públicos, padrões mínimos de impacto ao meio ambiente para que um investimento seja sustentável ou, ao menos, a regra de que os atores econômicos que recebem investimento do fundo estejam comprometidos com as metas do Acordo de Paris³¹.

Necessário, contudo, apontar que o estudo entendeu que a indústria da agricultura e da aquicultura devem ser, de plano, consideradas prejudiciais ao meio ambiente, logo, o fundo que investe nessas indústrias teve decréscimo na nota ESG que foi dada a ele³². Essa atribuição negativa à agricultura e à aquicultura, embora pouco convencional, de forma alguma invalida a pesquisa, mas serve muito bem para demonstrar como a seleção de quais aspectos ESG são relevantes varia conforme quem as define e influencia quais fundos são ESG e quais não são.

Por ser uma preocupação tão grande para os investidores, as entidades governamentais responsáveis pela regulação do mercado financeiro passaram a questionar qual deveria ser o seu papel nesse contexto. A *Securities and Exchange Commission* – SEC, equivalente à CVM,

²⁹ SCHRODERS Institutional Investor Study. **Schroders Global**, 2021. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/schroders-institutional-investor-study-optimism-surges-for-investment-returns-2021/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

³⁰ SUSTAINABILITY Funds Hardly Direct Capital Towards Sustainability. **Greenpeace**, 2021. Disponível em: https://www.greenpeace.ch/static/planet4-switzerland-stateless/2021/06/75cd1284-gp_greenwashingstudie_en.pdf. Acesso em: 23 ago. 2021.

³¹ *Ibidem*.

³² *Ibidem*.

dos EUA, criou uma força tarefa focada em questões ESG para identificar más condutas relacionadas aos investimentos sustentáveis e para alterar as regras sobre disponibilização de informações para que as informações ESG disponibilizadas se tornem mais consistentes, comparáveis e confiáveis³³.

Além de criar a força tarefa, a SEC fez uma série de perguntas ao público em geral, de forma a abrir o debate para acadêmicos, cidadãos e potenciais afetados por suas regras. As perguntas, embora feitas por uma agência regulatória, não partem da ideia de que a intervenção estatal é necessária. Elas buscam avaliar as vantagens e desvantagens de o Estado influir, ou não, na definição dos critérios e também, visto que o crescimento dos investimentos ESG é um fenômeno mundial, avaliar se a adoção de um padrão internacional seria melhor do que a de um padrão apenas local, além de outros pontos³⁴.

No Brasil, a CVM está discutindo alterações para a Instrução 480, que trata do registro dos emissores de valores mobiliários. Além de outras obrigações, a Instrução estabelece uma série de informações periódicas e eventuais que a companhia deve fornecer para o público. Uma das alterações discutidas é a de expandir as informações relacionadas a aspectos ESG que as companhias devem fornecer³⁵.

Já há, na Instrução, a obrigação de as companhias relatarem fatores de risco relacionados a questões socioambientais, mas discute-se a prestação de informações mais específicas relacionadas ao ESG, informações sobre diversidade das pessoas nos cargos de administração e entre os empregados e terceirizados da companhia e a necessidade de relacionar as informações ESG com os ODS da Agenda 2030 da ONU³⁶. A prestação dessas informações

³³ SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues. SEC, 2021. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/schroders-institutional-investor-study-optimism-surges-for-investment-returns-2021/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

³⁴ LEE, Allison Herren. **Public Input Welcomed on Climate Change Disclosures**. SEC, 2021. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/schroders-institutional-investor-study-optimism-surges-for-investment-returns-2021/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

³⁵ CVM Lança Audiência Pública sobre Mudanças na Instrução 480. CVM, 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456>. Acesso em: 23 ago. 2021.

³⁶ BRASIL. **Edital de Audiência Pública SDM nº 09/20**. Alterações da Instrução CVM nº 480 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920edita1.pdf. Acesso em: 24 ago. 2021.

não seria facultativa, seria adotado o pratique-ou-explique, logo, as companhias que não fornecerem essas informações devem justificar o motivo para elas não terem sido fornecidas³⁷.

Na audiência pública que teve como objeto discutir essas potenciais alterações, alguns participantes apresentaram críticas às mudanças sugeridas. A Associação Brasileira das Sociedades Anônimas de Capital Aberto – ABRASCA, que reúne 85% do valor de mercado do Brasil em suas associadas³⁸, criticou, em relação às alterações sobre ESG, principalmente o custo que obedecer à regra de divulgação de informações relativas à diversidade dos funcionários e terceirizados traria para as companhias e a baixa relevância para o investidor da regra de que as companhias devem informar a razão entre a maior remuneração e a remuneração mediana dos funcionários da companhia³⁹.

O Ministério da Economia, por meio de sua Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade, fez fortes críticas às instruções sugeridas pela CVM e sugeriu que o ato normativo não fosse editado. Os argumentos trazidos pelo Ministério da Economia são vários e atacam pontos específicos, mas têm, como base comum, a ausência de uma falha de mercado que permita que o Estado limite a livre iniciativa⁴⁰.

Ressalta-se que essas alterações sugeridas não afetariam diretamente os fundos de investimento porque a Instrução 480, por conta do art. 1º, § 3º, não se aplica a eles⁴¹. Indiretamente, contudo, a existência de mais informações relevantes poderia fazer com que os administradores criassem novos critérios e alterassem a composição da carteira do fundo.

Ao contrário dos órgãos reguladores do Brasil e dos EUA, que ainda estão estudando como se posicionar sobre o tema, a UE definiu um conjunto de regras para promover o

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ ASSOCIAÇÃO On-line. **ABRASCA**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/Associadas/Associacao-On-line>. Acesso em: 24 ago. 2021.

³⁹ ABRASCA. **Manifestação na Audiência Pública SDM nº 09/20**. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_Abrasca_0803_2021.pdf. Acesso em: 24 ago. 2021.

⁴⁰ BRASIL. **Parecer SEI nº 3465/2021/ME**. Consulta Pública nº 09/2020, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a respeito de minuta de alterações das Instruções CVM nº 480 e nº 481 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa. Brasília: Ministério da Economia, 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0920_SEAEME_08032021.pdf. Acesso em: 24 ago. 2021.

⁴¹ BRASIL. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2009. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 23 ago. 2021.

investimento sustentável. As principais normas são o Regulamento (UE) 2019/2088 e o Regulamento (UE) 2020/852, também conhecido como *EU Taxonomy*, que tratam tanto da ampliação das informações a serem divulgadas pelos atores do mercado financeiro quanto da classificação sobre quais são as atividades econômicas sustentáveis.

O Regulamento (UE) 2019/2088 estabelece regras de transparência sobre aspectos ESG para os intervenientes no mercado financeiro, incluindo os fundos de investimento⁴². Os intervenientes devem divulgar informações relacionadas aos riscos em matéria de sustentabilidade, aos impactos negativos para a sustentabilidade e à forma como ocorrerá o impacto positivo na sustentabilidade, caso se afirme a sua existência. O Regulamento adota o *pratique-ou-explique*, logo, o interveniente deve justificar quando não obedecer a alguma das normas. Embora não estabeleça metodologias obrigatórias que devem ser usadas na explicação, o interveniente não goza de total autonomia para a sua explicação, pois deve utilizar-se das categorias trazidas pelo *EU Taxonomy*.

O *EU Taxonomy*, Regulamento UE 2020/852, é posterior ao Regulamento (UE) 2019/2088 e tem o intuito de complementá-lo. Aquele estabelece quais as atividades econômicas que são qualificadas como sustentáveis, fazendo com que o investimento seja sustentável quando a atividade econômica na qual se investe estiver de acordo com o *EU Taxonomy*. O art. 9º traz os objetivos ambientais com os quais a empresa deve contribuir para ser considerada uma atividade econômica sustentável e os demais tratam de especificar quais ações contribuem substancialmente para algum dos objetivos sustentáveis⁴³.

Importante trazer que os intervenientes no mercado financeiro europeu já apontaram alguma insatisfação com o modelo escolhido. Eles relataram problemas com a identificação de quais informações devem ser fornecidas, com os custos de colher as informações e com a baixa comparabilidade, relevância e confiabilidade das informações fornecidas pelos demais intervenientes⁴⁴.

⁴² EUROPA. **Regulamento UE 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019.** Relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros. Estrasburgo: Parlamento Europeu e Conselho, 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=LV>. Acesso em: 24 ago. 2021.

⁴³ EUROPA. **Regulamento UE 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020.** Relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável, e que altera o Regulamento (UE) 2019/2088. Bruxelas: Parlamento Europeu e Conselho, 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>. Acesso em: 24 ago. 2021.

⁴⁴ EUROPA. **Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive.** Bruxelas: Comissão Europeia, 2020. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/law/better->

Não restam dúvidas de que o *greenwashing* é uma possibilidade real e de que haverá diferenças de consequências sustentáveis para os diferentes fundos ESG, conforme os critérios e métricas adotados pelo administrador. A questão é saber se o Estado deve intervir na liberdade dos investidores, dos administradores de fundos e das empresas para determinar quais são os fundos ESG.

Alguns, como o GreenPeace e Tariq Fancy, entendem que, sim, o Estado deve impor essa definição aos particulares. Outros, como o Brasil, focam na criação de novas obrigações de divulgação de informações relacionadas a aspectos ESG. A União Europeia optou por conjugar a obrigação de divulgação de mais informações com a definição de quais atividades econômicas são sustentáveis. Já os EUA estão estudando qual será o seu posicionamento.

Dessa forma, a resposta para a pergunta sobre qual abordagem estatal é a correta, se é que deve haver alguma, é complicada, mas o ordenamento jurídico brasileiro prevê uma ferramenta que tem potencial para ajudar na obtenção da resposta: a Análise de Impacto Regulatório.

II. A primazia do indivíduo, a Lei de Liberdade Econômica e a Análise de Impacto Regulatório

II. 1. A livre iniciativa e a subsidiariedade da intervenção estatal.

A Constituição brasileira, em seu art. 1º, afirma que a livre iniciativa é um dos fundamentos da República Federativa do Brasil e em seu art. 170 que a livre iniciativa é um dos fundamentos da ordem econômica e, nos incisos desse artigo, estabelece os princípios que a norteiam.

Dentre esses princípios, aqueles que se relacionam com o princípio da livre iniciativa são os da propriedade privada e da livre concorrência. A CRFB/88, ao colocar a livre iniciativa como fundamento da República e ressaltar sua importância na ordem econômica, dá destaque à liberdade, mas sem isso significar que os demais princípios constitucionais são secundários ou inferiores.

Esse destaque dado é decorrência de o legislador constituinte ter buscado, com o novo texto constitucional, redefinir a relação entre o Estado e o meio econômico. O constituinte optou por reduzir a ação estatal no meio econômico e permitir que ele seja, em regra, guiado pelas decisões dos particulares⁴⁵. Evidências dessa escolha, conforme os arts. 173 e 174 da CRFB/88, são as determinações de o Estado poder atuar diretamente na economia apenas excepcionalmente e a de ele ser “um Estado gerencial e subsidiário, quando na condição de regulamentador”⁴⁶. Sobre o modelo estatal definido pela CRFB/88, Furtado afirma que:

Dado o modelo estatal definido pelos princípios constitucionais, os responsáveis pela formulação das políticas públicas devem reconhecer o caráter complementar da atuação estatal e que os princípios da reserva da lei e da livre iniciativa – este último elevado pela Constituição Federal (art. 1º, IV) à categoria de fundamento do Estado Democrático de Direito – conferem primazia às atividades privadas desenvolvidas pelos próprios indivíduos na busca pela realização das necessidades materiais da população⁴⁷.

⁴⁵ OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Liberdade Econômica e Constituição de 1988. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ FURTADO, Lucas Rocha. **Curso de Direito Administrativo**. 5. ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

Até este ponto, utilizou-se argumentos de natureza normativa, argumentos fundados no direito posto, para justificar a existência da primazia do particular e a subsidiariedade da atuação estatal. Essa subsidiariedade pode também ser justificada com fundamento moral.

O constitucionalismo, por estar intimamente ligado às Revoluções Liberais, funda-se na ideia de que é necessário estabelecer limites para a atuação do Governo com o propósito de garantir a autonomia individual de cada um dos governados, logo, a “Constituição emerge como um sistema assegurador das liberdades”⁴⁸. Visto que a atuação do Estado como um todo deve estar em linha com esse propósito, isso não pode ser diferente na definição da política econômica. Dessa forma, para respeitar a autonomia individual, deve ser garantida a liberdade de escolhas econômicas aos indivíduos, cabendo ao Estado a atuação subsidiária⁴⁹.

Reconhecer a subsidiariedade da atuação estatal na economia não é diminuir a importância do Estado para o seu bom funcionamento, é, em realidade, reconhecer que há momentos para a atuação do particular e outros para a atuação estatal. Além, o uso do argumento da subsidiariedade para impedir toda e qualquer atuação estatal seria incompatível com a Constituição de 1988.

Como subsidiariedade é um termo aberto e plurissignificativo, é necessário esclarecer quais são os momentos subsidiários em que deve haver a intervenção estatal. Para isso, nas palavras de Cyrino e Sutter:

Parece-nos que a resposta para isso esteja em reconhecer a subsidiariedade como comando constitucional de comedimento, o qual é inerente ao dever de proporcionalidade. A intervenção do Estado na economia submete-se, como é natural, ao dever de *proporcionalidade*. Na prática, trata-se de um teste de três fases, as quais verificam a *adequação*, a *necessidade* e a *proporcionalidade em sentido estrito* da medida estatal.⁵⁰

Os mesmos autores tratam de dar clareza a esses três requisitos:

A ideia é que uma medida somente será constitucional quando, ao mesmo tempo, for (i) adequada à consecução da finalidade almejada, (ii) necessária, ou exigível para tanto, o que implica uma avaliação sobre a eventual (in)existência de outro meio igualmente apto e menos gravoso a atingir o mesmo desiderato, e (iii) proporcional em sentido estrito, o que indica uma análise entre os custos e benefícios envolvidos.⁵¹

⁴⁸ MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional**. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2017.

⁴⁹ CYRINO, André; SUTTER, Pedro. Princípio da Subsidiariedade, Lei da Liberdade Econômica e a Constituição. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ *Ibidem*.

Como a ação estatal direta na economia deixou de ser regra, o Estado passou a atuar na economia principalmente como regulamentador, geralmente por meio de agências reguladoras. A expectativa, portanto, era de que a intervenção estatal seria reduzida e, conseqüentemente, os particulares teriam ganho de liberdade para ditar os rumos da economia. Oliveira, contudo, sustenta que essa expectativa não se concretizou:

A história político-econômica brasileira revela, contudo, tendo em perspectiva os últimos vinte e cinco anos de regulação no Brasil, que não se realizou nada próximo de uma liberalização da economia com a sua adoção. Tampouco concretizou-se um “meio termo” entre Estado Liberal e Estado Social. Persistiu, no País, a realização de um Estado de Bem-Estar Social, no período compreendido a partir de meados da década de 1990 até pelo menos o ano de 2019. De fato, a intervenção estatal, *renovadamente vigorosa*, apenas se realizou sob uma outra roupagem.⁵²

A afirmação da professora é corroborada pela posição que o Brasil ocupa no Índice de Liberdade Econômica de 2021 produzido pela Heritage Foundation. O Brasil figura na 143ª posição, sendo países como China e Rússia considerados mais livres que ele⁵³. O índice baseia-se em quatro fatores para chegar ao resultado: abertura dos mercados; eficiência regulatória; tamanho do Governo; e *rule of law*⁵⁴.

A Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019) foi criada por conta dessa ausência de um meio econômico em que houvesse a prevalência da livre iniciativa. Com o escopo de dar concretude ao princípio da livre iniciativa, essa lei, nos arts. 3º e 4º, institui a declaração de direitos da liberdade econômica e cria garantias de livre iniciativa, que são proibições de uso abusivo do poder regulatório estatal. Importante ressaltar que, em relação a esses artigos, a norma é nacional, porque veicula normas gerais de direito econômico, logo, deve ser observada por todos os entes da Federação⁵⁵.

Como exemplo dos direitos dos particulares explicitados pela LLE, destaca-se o de definir, conforme alterações da oferta e da demanda, o preço de produtos e serviços em mercado não regulado (art. 3º, III) ou o de ter garantido que a livre estipulação das partes pactuantes, em

⁵² OLIVEIRA, Amanda Flávio de. 25 anos de regulação no Brasil. In: MATTOS, César (Org.). **A revolução regulatória na nova lei das agências**. São Paulo: Singular, 2021 (no prelo).

⁵³ COUNTRY Rankings. **The Heritage Foundation**, 2021. Disponível em: <https://www.heritage.org/index/ranking>. Acesso em: 31 ago. 2021.

⁵⁴ ABOUT The Index. **The Heritage Foundation**, 2021. Disponível em: <https://www.heritage.org/index/about>. Acesso em: 31 ago. 2021.

⁵⁵ ZAGO, Marina Fontão. Abrangência Federativa. In: MARQUES NETO, Flávio Peixoto; RODRIGUES JR., Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

regra, regerá os negócios jurídicos empresariais paritários (art. 3º, VIII). Em relação ao abuso de poder regulatório, exemplos de práticas que caracterizam abuso pelo Estado são as que favorecem na regulação, ao criar reserva de mercado, certo grupo econômico (art. 4º, I), aumentam os custos de transação sem demonstração de benefícios (art. 4º, V), ou introduzem limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas (art. 4º, VII).

Ao ler esses exemplos citados, o leitor poderia entender que esses direitos e proibições já poderiam ser depreendidos a partir das normas e princípios constitucionais, como os constantes do Título da Ordem Econômica e Financeira, logo, concluiria que a LLE estaria apenas atestando o óbvio. Não se nega que esses direitos e proibições podem ser extraídos do texto constitucional, mas a realidade é a de que eles não vinham sendo reconhecidos, pois, como acima exposto, a intervenção estatal na economia continua vigorosa e o Brasil está entre os últimos no Índice de Liberdade Econômica.

Dessa forma, o intuito da LLE é o de explicitar o conteúdo dos princípios constitucionais relacionados à livre iniciativa para que eles não recebam menor peso no debate público. Esse menor peso dado ao princípio da iniciativa privada é evidenciado pela existência de doutrinadores de renome, como Eros Grau e José Afonso da Silva, que defendem que a livre iniciativa deve ser entendida como um princípio secundário⁵⁶.

Quando a Medida Provisória nº 881/2019, posteriormente convertida na LLE, foi editada, houve questionamentos na política e na academia a respeito da sua constitucionalidade. No âmbito do STF, o Partido Democrático Trabalhista – PDT propôs a ADI nº 6.156, o Partido Solidariedade - SD propôs a ADI nº 6.184 e a Confederação Nacional dos Trabalhadores na Indústria - CNTI propôs a ADI nº 6.217 contra a MP. Já o Partido Socialista Brasileiro – PSB propôs a ADI nº 6.528 contra a LLE.

Dessas ADIs, as propostas por PDT e CNTI foram julgadas extintas por perda de objeto, pois os autores não aditaram a inicial quando da conversão da MP em lei. As propostas por PSB e SD atacam apenas alguns incisos ligados a discussões ambientais e, caso fossem julgadas procedentes, os pontos principais da LLE permaneceriam intactos. Dessa forma, não há, no STF, ação capaz de afetar a constitucionalidade do cerne da LLE.

⁵⁶ MATTOS, César; MAIA, André. Liberdade Econômica, princípios constitucionais e promoção do bem-estar social. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

No âmbito acadêmico, Paulo Lôbo é um doutrinador que defende a inconstitucionalidade da LLE e apresenta um argumento comumente utilizado pelos defensores da inconstitucionalidade. Em suma, ele entende que a lei estaria dando primazia ao princípio da livre iniciativa em detrimento dos ditames da justiça social, logo, isso faria com que a lei fosse materialmente inconstitucional⁵⁷. Os argumentos dos acadêmicos defensores da constitucionalidade podem ser representados pela seguinte exposição de Oliveira:

Não se pode identificar uma ideologia social na Constituição de 1988, que exclua a disciplina da liberdade econômica. Tampouco se identifica, na Lei, conteúdo que extravase os limites normativos autorizados para a disciplina da atividade econômica⁵⁸.

Opta-se por não se aprofundar na discussão sobre a constitucionalidade da LLE e fazer apenas um panorama do debate para não fugir do objeto do presente trabalho. Ademais, essa discussão teve sua relevância diminuída porque não há ação questionando substancialmente a constitucionalidade da lei no STF e porque a constitucionalidade de uma norma é presumida até que seja declarada sua desconformidade com o ordenamento constitucional⁵⁹. Consequentemente, a discussão atualmente está restrita aos meios acadêmicos e muito dificilmente afetará a constitucionalidade da LLE.

Destarte, o Estado deve apenas atuar na economia subsidiariamente, respeitando a primariedade dos indivíduos na obtenção de suas necessidades materiais. Ademais, com a promulgação da LLE, foram explicitados direitos dos indivíduos e criadas obrigações de não fazer ao Estado para garantir que, quando intervir, o Estado não estará desrespeitando o princípio da livre iniciativa e a liberdade econômica dos indivíduos.

Diante dessa necessidade de identificar se a ação estatal estará em consonância com o disposto na LLE e com as normas e princípios constitucionais, é necessário que o Estado examine previamente quais os efeitos que sua ação terá e veja se eles respeitam as normas legais e constitucionais. Para isso, a Análise de Impacto Regulatório é uma importante ferramenta de auxílio à Administração Pública e servirá de recurso para fundamentar a discussão ora proposta.

⁵⁷ LÔBO, Paulo. **Inconstitucionalidades da MP da "liberdade econômica" e o Direito Civil**. Consultor Jurídico, 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-jun-06/paulo-lobo-inconstitucionalidades-mp881-direito-civil>. Acesso em: 31 ago. 2021.

⁵⁸ OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Liberdade Econômica e Constituição de 1988. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

⁵⁹ MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional**. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2017.

Tais princípios e normas devem ser considerados na presente discussão, pois, de um lado, existem os que defendem a necessidade de uma ação estatal regulando os fundos ESG como forma de “proteger” os investidores de práticas danosas aos seus interesses e, de outro, existem claros limites legais e constitucionais à intervenção estatal. Cotejar tais realidades à luz dos princípios e normas constitucionais é tarefa a ser enfrentada mais adiante.

II. 2. A Análise de Impacto Regulatório e a CVM.

A Análise de Impacto Regulatório - AIR é um instrumento que busca embasar e trazer racionalidade para as decisões da Administração Pública e, segundo Meneguim, pode ser definida como: “Uma ferramenta aplicada com a finalidade de subsidiar a elaboração das normas regulatórias e a formulação de políticas públicas, contribuindo para o aumento da racionalidade do processo decisório acerca das potenciais ações governamentais”⁶⁰.

O seu intuito, portanto, é o de compreender quais os efeitos que um ato normativo gerou ou gerará, para saber se é razoável a sua manutenção ou sua edição. Dessa forma, o uso dessa ferramenta deve servir para identificar se determinado ato normativo terá, considerando suas consequências entre os diversos atores, mais efeitos positivos ou negativos para que se evite que um ato, mesmo bem intencionado, seja prejudicial para a sociedade.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE é uma das principais defensoras da adoção da AIR pelos países para que haja a melhora da qualidade regulatória nos países. Em sua Recomendação do Conselho sobre Política Regulatória e Governança de 2012, a OCDE, para atingir esse objetivo de maior qualidade regulatória, já recomendava aos países:

Integrar a Avaliação do Impacto Regulatório (AIR) desde os estágios iniciais do processo de políticas para a formulação de novas propostas de regulação. Identificar claramente os objetivos da política, e avaliar se a regulação é necessária e como ela pode ser mais efetiva e eficiente na consecução desses objetivos. Considerar outros meios de regulação e identificar os *trade offs* das diferentes abordagens analisadas para escolher a melhor alternativa⁶¹.

O Brasil, embora não seja um membro da OCDE, é um parceiro-chave da Organização⁶², logo, era de se esperar que essa recomendação já viesse sendo seguida há anos, mas essa não foi a realidade. Em 2018, o Governo Federal lançou as Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório, que é uma recomendação de

⁶⁰ MENEGUIM, Fernando B. Lei de Liberdade Econômica e reflexos no Direito Regulatório: a análise de impacto regulatório. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

⁶¹ OCDE. **Recomendação do Conselho sobre Política Regulatória e Governança**. Disponível em: <https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/Recommendation%20PR%20with%20cover.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2021.

⁶² O HISTÓRICO da OCDE e a Progressiva Aproximação entre o Brasil e o Organismo Internacional. **Ministério da Economia**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/produktividade-e-comercio-externo/pt-br/assuntos/assuntos-economicos-internacionais/cooperacao-internacional/ocde>. Acesso em: 26 ago. 2021.

boas práticas para todos os órgãos da Administração Pública Federal. Por ser uma recomendação, o seu conteúdo não é vinculante e serve apenas para guiar os órgãos da Administração que optassem por realizar a AIR⁶³.

Em 2019, a AIR ganhou novo status ao passar a constar em leis. Inicialmente, a Lei 13.848/2019, conhecida como Lei das Agências Reguladoras, determinou que as agências reguladoras devem realizar AIR quando forem editar ou alterar ato normativo de interesse geral dos agentes econômicos⁶⁴. Posteriormente, com a Lei de Liberdade Econômica, a AIR obteve maior relevância porque o seu art. 5º dispõe que:

Art. 5º. As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico⁶⁵.

A AIR, portanto, deixou de ser uma recomendação para se tornar uma obrigação que deve ser cumprida pelos órgãos e entidades da administração pública federal quando afetar interesse geral dos agentes econômicos ou dos usuários dos serviços prestados.

Ressalta-se, contudo, que o Decreto nº 10.411/2020, que regulamenta a AIR e exige a sua realização, passou a produzir efeitos para os órgãos e entidades em diferentes datas. Para o Ministério da Economia, as agências reguladoras tratadas pela Lei 13.848/2019 e o Instituto Nacional de Metrologia, Qualidade e Tecnologia, o Decreto já produz efeitos desde 15/4/2021, mas, para os demais órgãos e entidades da administração pública federal, ele produzirá efeitos a partir de 14/10/2021⁶⁶.

⁶³ SUBCHEFIA de Análise e Acompanhamento de Políticas Governamentais [et. al.]. **Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório - AIR**. Brasília: Presidência da República, 2018. Disponível em: https://www.gov.br/casacivil/pt-br/centrais-de-conteudo/downloads/diretrizes-gerais-e-guia-orientativo_final_27-09-2018.pdf/view. Acesso em: 26 ago. 2021.

⁶⁴ BRASIL. **Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019**. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras, altera [...]. Brasília: Presidência da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2019/lei/113848.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

⁶⁵ BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera [...]; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

⁶⁶ BRASIL. **Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020**. Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

A realização de AIR, no entanto, não é obrigatória para todos os atos normativos. Assim como é importante realizar a AIR, é importante saber quando não se deve realizá-la. Como ensina Binenbojm: “Por envolver custos elevados, tempo significativo e emprego de pessoal, a AIR deve ser compreendida como um recurso escasso, cuja utilização deve justificar os benefícios que dela possam advir para a sociedade”⁶⁷.

Por essa razão, o Decreto nº 10.411/2020 estabelece que não se deve realizar AIR quando, por exemplo, for um ato de natureza administrativa com efeitos restritos ao órgão ou à entidade ou for um ato de efeitos concretos, destinado a disciplinar situações específicas com destinatários individualizados. Há a possibilidade de dispensa fundamentada da AIR quando for um ato normativo de baixo impacto ou for um ato normativo que reduza exigências, obrigações, restrições, requerimentos ou especificações com o objetivo de diminuir os custos regulatórios⁶⁸.

Ademais, o Decreto estabelece as informações que devem constar no relatório da AIR e fornece algumas metodologias para aferição da razoabilidade do impacto econômico, como as análises de custo-benefício e custo-efetividade. A opção por não fazer um rol taxativo de metodologias possíveis, deixando aberta a possibilidade de que outras metodologias sejam utilizadas desde que a escolha seja fundamentada, merece elogios porque permite que o servidor público adote aquela que for mais apropriada para o caso concreto e permite a adoção de novas metodologias que venham a ser desenvolvidas pela Academia. Além, conforme o art. 15, §§ 2º e 3º, do Decreto nº 10.411/2020 a AIR não vincula o órgão ou entidade, cabendo à Administração Pública tomar a decisão final, que tem que ser fundamentada⁶⁹.

Reforça-se que a adoção da AIR não significa o fim dos atos normativos prejudiciais para a sociedade. Primeiro porque o servidor, caso mal-intencionado, pode distorcer a AIR para que ela chegue ao resultado que ele deseja, seja ele desregular ou regular ainda mais. Segundo porque erros (na escolha da metodologia, na coleta de dados, nos cálculos...) podem sempre

⁶⁷ BINENBOJM, Gustavo. Art. 5º: Análise de Impacto Regulatório. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019**. 1.ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

⁶⁸ BRASIL. **Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020**. Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

⁶⁹ Ibidem.

ocorrer. Terceiro porque a realidade futura pode mostrar-se diferente do antecipado pela análise, mesmo ela tendo sido bem feita.

Isso acontece porque a AIR é uma ferramenta, logo, a qualidade de seus resultados depende de como ela é manejada. No entanto, é importante que os servidores sejam preparados para manejá-la corretamente, de forma que a AIR não “se torne, na prática, um formulário a mais, cujo efeito prático seja apenas o de legitimar decisões previamente tomadas pelo administrador público”⁷⁰.

A crítica de que “a AIR, se pensada sob a perspectiva de livre mercado e de intervenção subsidiária e excepcional do Estado, apresenta grande potencial de utilização somente em favor da desregulação”⁷¹ merece algumas breves considerações.

Como acima definido, a AIR é uma ferramenta não vinculante que serve para racionalizar a decisão administrativa, logo, ela faz com que a Administração Pública tenha de fornecer, segundo certa metodologia, mais informações para justificar suas escolhas. Mesmo que a AIR seja utilizada, ela não necessariamente concluirá pela desregulação e, mesmo que conclua, a Administração poderá assumir os efeitos e custos do ato normativo e optar fundamentadamente pela regulação. Por conta das próprias características da AIR, entendo que não é possível falar que ela *per se* tem esse grande potencial de agir somente em favor da desregulação, o fator determinante para a regulação ou desregulação continua sendo a escolha política fundamentada feita pelo gestor.

Visto que a AIR é uma ferramenta que não deve ser usada irrestritamente e tem suas hipóteses de utilização previstas na lei, é necessário esclarecer eventual questionamento de se a CVM – caso opte por regular o mercado de fundos ESG - deve realizar AIR.

Como exposto no primeiro capítulo deste trabalho, a CVM é uma entidade autárquica em regime especial (art. 5º da Lei 6.385/76) e essas entidades são abarcadas pelo comando, acima transcrito, do art. 5º da LLE. Dessa forma, quando decide editar um ato normativo de interesse geral dos agentes econômicos, deve realizar AIR.

⁷⁰ BINENBOJM, Gustavo. Art. 5º: Análise de Impacto Regulatório. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

⁷¹ FRAZÃO, Ana. **Perspectivas das Análises de Impacto Regulatório - AIRs no Brasil**: Parte II. JOTA, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/perspectivas-das-analises-de-impacto-regulatorio-airs-no-brasil-2-24022021>. Acesso em: 26 ago. 2021.

Um ato normativo que for regular a indústria de fundos de investimento é de interesse geral dos agentes econômicos. O interesse geral está presente porque a indústria brasileira de fundos de investimento terminou o ano de 2020 com 6 trilhões de reais como seu patrimônio líquido, valor que representa 80% do PIB brasileiro⁷². Além de afetar esse montante de capital, tal ato normativo afeta um número indeterminado de indivíduos porque os produtos ofertados por essa indústria estão disponíveis, em regra, a todas as pessoas jurídicas e físicas. O interesse geral dos agentes econômicos, portanto, está presente tanto pelos efeitos concretos nos valores já investidos em fundos quanto nos efeitos potenciais que o ato tem para os que podem vir a investir em fundos de investimento.

Visto que o interesse por fundos ESG está em franco crescimento e a indústria de fundos de investimento é de importância significativa, não restam dúvidas de que a edição ou alteração de um ato normativo pela CVM para tratar desse tipo de fundo é de interesse geral dos agentes econômicos e deve ser precedida de AIR.

Durante o processo da AIR, deverá ser analisado se estão presentes os requisitos aptos a justificar a intervenção estatal, como mencionado no capítulo anterior. A CVM deverá verificar se há a necessidade do ato (art. 5º, Decreto nº 10.411/2020), a sua adequação (art. 6º, V e VI, Decreto nº 10.411/2020) e sua proporcionalidade em sentido estrito (art. 6º, VII e X, Decreto nº 10.411/2020).

Ademais, a CVM terá que explicitar como esse ato normativo não se enquadra em alguma das hipóteses de abuso do poder regulatório do art. 4º da Lei de Liberdade Econômica. Caso essa regulamentação crie reserva de mercado, impeça a entrada de novos competidores, retarde ou impeça a inovação, aumente os custos de transação sem demonstração de benefícios, ou limite a livre formação de atividades econômicas, ela será um abuso de poder.

⁷² INDÚSTRIA de fundos alcança R\$ 6 trilhões de patrimônio líquido. ANBIMA, 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt-br/imprensa/industria-de-fundos-alcanca-r-6-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm>. Acesso em: 30 ago. 2021.

III. O investimento ESG, as normas já existentes que o abordam e as consequências da criação de novas normas.

III. 1. As já existentes normas que obrigam o cumprimento do compromisso ESG e sancionam em caso de descumprimento.

O regulamento de um fundo de investimento estabelece as regras que o regerão, conforme o art. 44 da Instrução nº 555. Essas regras devem ser observadas tanto pelo administrador quanto pelo gestor, que, segundo a mesma Instrução, é a:

Pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira⁷³.

Entre as obrigações sobre as quais o regulamento deve obrigatoriamente dispor, destaca-se a política de investimento, que, segundo Oliveira Filho, “indicará como o gestor pretende alocar os ativos (valores mobiliários) na carteira do fundo para atingir os objetivos”⁷⁴.

Tradicionalmente, o espaço do regulamento para a política de investimento é usado para simplesmente explicitar o principal fator de risco da carteira do fundo. Dessa forma, atende-se o comando do art. 108, da Instrução nº 555, de que todos os fundos devem ter uma classificação com base no seu principal fator de risco para orientar o investidor.

Nos fundos ESG, a política de investimento tem sido utilizada para, além de explicitar o principal fator de risco, definir como os aspectos ESG serão considerados na sua gestão. Como exemplo, o Fundo Itaú Momento ESG Ações, administrado e gerido pelo Itaú Unibanco S. A., especifica em sua política de investimento que ações são seu principal fator de risco e determina como os aspectos ESG serão tratados:

O Fundo tem como filosofia investir em empresas que apresentem as melhores práticas nos aspectos ambientais, sociais e de governança. Com o intuito de avaliar estas empresas, o GESTOR se valerá de metodologia própria para integrar questões ambientais, sociais e de governança corporativa em seu processo de avaliação das empresas. Referida metodologia pode se valer também de índices e certificações divulgados, elaborados e/ou conferidos por entidades idôneas e notadamente especializadas nestes campos e poderá, a seu exclusivo critério, formular questionários

⁷³ BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

⁷⁴ OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de Fundos de Investimento: O seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019.

a serem respondidos pelas empresas, que abordem aspectos considerados relevantes para a definição do perfil da companhia [...] ⁷⁵.

Vê-se que o Itaú optou por uma explicação ampla de como as questões de sustentabilidade serão levadas em consideração, pois o gestor tem metodologia própria e não explicitada para definir quais investimentos são considerados ESG. O fato relevante, contudo, é o de que a política de investimento é um campo no regulamento que permite ao fundo que se autodenomina ESG esclarecer ao investidor como ele irá realizar os investimentos sustentáveis a que se propõe.

Enquanto o regulamento traz as informações completas sobre o fundo, a lâmina de informações as traz de forma resumida. Nada obstante, conforme o art. 42 e o Anexo 42 da Instrução 555, há a obrigação de a lâmina expor resumidamente a política de investimento do fundo, permitindo mais um espaço de divulgação das características ESG do fundo.

O estabelecimento dos fatores ESG como critérios para a política de investimento faz com que a observância desses critérios seja mandatória. A partir do momento em que passa a constar no regulamento do fundo, o administrador e o gestor devem seguir os critérios ESG, pois eles têm a obrigação de adotar uma norma de conduta baseada na lealdade, diligência e boa-fé. Conforme define o art. 92, I, da Instrução 555:

Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão ⁷⁶;

Ademais, o Código de Administração de Recursos de Terceiros elaborado pela ANBIMA determina que as ações dos administradores e gestores dos fundos de investimento devem ser guiadas pela boa-fé, diligência, transparência, lealdade e preservação da relação fiduciária mantida com os investidores ⁷⁷. Embora a submissão às regras da ANBIMA seja

⁷⁵ ITAÚ. **Regulamento do Itaú Momento ESG Ações Fundo de Investimento**. Disponível em: https://anbima-bucket-documents-prod.s3.amazonaws.com/FUNDOS/552771/552771_REGULAMENTO_19700101_000.pdf. Acesso em: 22 set. 2021.

⁷⁶ BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

⁷⁷ ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/12/77/D9/66/8236A7103955D5A76B2BA2A8/codigo_Administracao_Reursos_Terceiros_01.07.21.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.

facultativa, pois se trata de autorregulação, é importante fazer referência a essa regra porque um grande número de Instituições segue os Códigos elaborados pela Associação⁷⁸.

Além das normas específicas da indústria de fundos de investimento, há as normas gerais do ordenamento jurídico brasileiro que se aplicam a essa situação.

Os professores Corrêa e Camelo analisaram a relação entre o art. 187 do CC/02, que trata da tutela da lealdade e da proibição de comportamentos contraditórios, e as empresas que se dizem ESG, mas não cumprem com as práticas ESG. Eles concluíram que “o ordenamento jurídico não compactua com o comportamento da empresa que se ‘vende’ como ESG; mas, na prática, não incorpora esses valores na sua função de maximização de resultados”⁷⁹. Eles adicionam que, como foi uma escolha da própria empresa comprometer-se com critérios ESG, ela se obriga perante a sociedade e deve agir de acordo com esse comprometimento⁸⁰.

O mesmo raciocínio apresentado pelos professores pode ser adequado para os fundos de investimento ESG. A partir do momento em que um fundo se intitula sustentável e adota critérios ESG na sua política de investimento, ele obriga-se com toda a sociedade a cumprir o quanto definido, da mesma forma que as empresas.

Os professores também fundamentaram essa obrigação de a empresa seguir seu compromisso ESG com o Código de Defesa do Consumidor. Segundo os autores, informar a adoção de práticas ESG, mas não agir conforme essas práticas, é evidente propaganda enganosa e o CDC deve ser aplicado⁸¹.

Esse argumento não pode ser utilizado para fundamentar a obrigação de os fundos de investimento terem de seguir as práticas ESG a que se comprometeram. A aplicação do CDC às relações entre fundo e cotista não é matéria pacífica na jurisprudência.

Embora a jurisprudência esteja caminhando para reconhecer a relação consumerista entre o pequeno investidor e o fundo de investimento⁸², os julgados ainda não estão em acordo

⁷⁸ ANBIMA. **Cadastro ANBIMA de Instituições e Profissionais de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm. Acesso em: 22 set. 2021.

⁷⁹ CORRÊA, Leonardo; CAMELO, Bradson. **ESG e responsabilidade civil: como corrigir uma assimetria de informações**. JOTA, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/esg-e-responsabilidade-civil-como-corrigir-uma-assimetria-de-informacoes-08092021>. Acesso em: 22 set. 2021.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ *Ibidem*.

⁸² LUZ, Eduardo Calich. **Relação entre investidor e prestador de serviços nos fundos de investimento**. Consultor Jurídico, 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-out-21/opiniao-investidor-prestador-servico-fundos-investimento>. Acesso em: 22 set. 2021.

sobre as características necessárias para o investidor ser considerado vulnerável⁸³ e sobre quão grave deve ser o ato do administrador do fundo para que não seja considerado parte do risco assumido pelo investidor e se configure o ilícito consumerista⁸⁴. Ademais, a relação entre fundo de investimento e investidor, embora tenha seus aspectos *sui generis*, aproximar-se-ia mais de uma relação empresarial do que de uma de consumo⁸⁵.

Diante dessas incertezas, opta-se por não aplicar, neste trabalho, o CDC às relações entre fundos de investimento e cotistas.

Além de ter a obrigação de cumprir com o compromisso ESG do fundo, o administrador tem a obrigação de informar sobre acontecimentos relacionados à política ESG do fundo.

A Instrução 555, da CVM, dedica o Capítulo V para Documentos e Informações do Fundo e o VI para Divulgação de Informações e de Resultados. Esses capítulos trazem uma série de artigos que tratam sobre a divulgação de informações por parte do administrador do fundo.

O art. 40 da Instrução determina que “a divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas”⁸⁶. Esse artigo obriga que sejam disponibilizados pelo fundo alguns materiais de divulgação específicos, como o regulamento do fundo e a lâmina de informações, mas esclarece que outras formas de divulgação de informações podem ser adotadas.

O regulamento e a lâmina de informações são canais de divulgação de informações direcionados a todas as pessoas e informam como o fundo funcionará. Durante o funcionamento do fundo, surge outra obrigação de divulgação de informações.

⁸³ YOKOI, Yuki. **Cotista consumidor**. Capital Aberto, 2010. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/cotista-consumidor/>. Acesso em: 22 set. 2021.

⁸⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4. Turma). **Recurso Especial 1.187.365/RO**. Direito Civil e Consumidor. Recurso Especial. Fundo de Investimento. Banco da Amazônia. Administrador do Fundo. Subcontratação. Gestão da Carteira. Banco Santos. Santos Asset Management. Intervenção do BACEN. Valores Bloqueados. Responsabilidade. Administrador do Fundo. Recorrente: Banco da Amazônia S. A. Recorrido: Elton Vieira de Andrade. Relator: Min. Luis Felipe Salomão, 22 de maio de 2014. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1324324&numero_registro=201000587961&data=20140825&peticao_numero=-1&formato=PDF. Acesso em: 22 set. 2021.

⁸⁵ SOUZA, Francimar Ribeiro de. **Aplicação do CDC nos fundos de investimento**. TCC (Pós-graduação *Lato Sensu* em Direito Empresarial e Contratos. Faculdade de Direito. Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2014. Disponível em: <https://repositorio.uniceub.br/jspui/bitstream/235/7810/1/51104662.pdf>. Acesso em: 22 set. 2021.

⁸⁶ BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

O art. 60, da Instrução 555, estabelece que o administrador é obrigado a divulgar imediatamente a todos os cotistas qualquer ato ou fato relevante relacionando ao funcionamento do fundo ou aos seus ativos financeiros⁸⁷. O parágrafo primeiro desse mesmo artigo especifica que é relevante qualquer ato ou fato que possa influir substancialmente na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter suas cotas.

A declaração, pelo próprio fundo, de que os fatores ESG serão considerados na sua política de investimento faz com que um ato ou fato relacionado a esses fatores seja considerado relevante e deva ser informado aos cotistas. A partir do momento em que passam a constar na política de investimento, os aspectos sustentáveis orientam as decisões sobre investimento, logo, um fato ou ato relacionado aos aspectos sustentáveis também afeta os investimentos do fundo. Como afetam a política de investimento do fundo, esses atos ou fatos são capazes de influir na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter suas cotas, portanto, são relevantes.

A existência dessa relevância faz com que surja outro espaço de divulgação de informações ESG para o investidor. Além dos espaços iniciais do regulamento e da lâmina, há a obrigação, durante o funcionamento do fundo, de o administrador comunicar atos ou fatos relacionados à sustentabilidade aos investidores, pois eles são relevantes.

Tendo os espaços para comunicação entre administrador e cotistas sido evidenciados, cumpre ressaltar que o administrador e o gestor devem prestar informações fidedignas. Conforme o art. 92, I, acima transcrito, o mesmo dever de lealdade e boa-fé que obriga o cumprimento do compromisso ESG faz com que o administrador e o gestor do fundo tenham de ser verdadeiros em suas comunicações com os investidores. Agir de forma contrária seria uma clara violação da relação fiduciária que há entre cotistas e o administrador.

A Instrução 555 prevê sanções para o desrespeito ao regulamento, às normas de conduta e ao dever de informar. O art. 141 da Instrução estabelece que são infrações graves a: (I) não observância à política de investimento do fundo; (II) não observância às disposições do regulamento do fundo; (III) não divulgação de fato relevante; e (IV) não observância, pelo administrador ou pelo gestor, do art. 92.

⁸⁷ *Ibidem*.

O não cumprimento do comprometimento ESG feito será sancionado com base nas infrações I e II. Como é uma disposição constante no regulamento e que faz parte da política de investimento, estar-se-ia praticando duas infrações graves ao não obedecer aos critérios ESG.

Como visto, os fatos relacionados aos aspectos ESG são relevantes, logo, a não divulgação deles faz com que o administrador pratique a infração III.

Ademais, a prática das três primeiras infrações é uma quebra ao dever de lealdade e diligência que o administrador e o gestor devem obedecer. Dessa forma, a infração IV ocorre sempre que uma das demais infrações acima citadas ocorrer.

Na linha da Instrução 555, o Código de Administração de Recursos de Terceiros da ANBIMA - que determina que as ações dos administradores e gestores dos fundos de investimento devem ser guiadas pela boa-fé, diligência, transparência, lealdade - dita, em seu art. 79, que serão impostas penalidades às instituições participantes que não respeitarem os princípios e regras do Código⁸⁸. Dessa forma, o ato que desrespeita a lealdade é sancionado também pela ANBIMA.

Assim como o Código Civil fundamenta a obrigação de o administrador respeitar o compromisso ESG e estabelece que o seu desrespeito é um ato ilícito, ele também estabelece que o dano resultante desse ilícito deve ser reparado: “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.”⁸⁹.

Visto que o administrador tem a obrigação de obedecer ao regulamento do fundo, o investidor pode, antes de comprar uma cota do fundo, informar-se sobre como os aspectos ESG são levados em conta por aquele fundo. Além disso, os cotistas ainda detêm o poder de posteriormente alterar a forma como os aspectos ESG influenciarão a gestão do fundo.

Por meio da Assembleia Geral, os cotistas têm a competência privativa de deliberar sobre a política de investimento, conforme o art. 66, V, da Instrução 555. Dessa forma, os cotistas têm o poder de alterar a forma como os aspectos sustentáveis serão levados em

⁸⁸ ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/12/77/D9/66/8236A7103955D5A76B2BA2A8/codigo_Administracao_Recursos_Terceiros_01.07.21.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.

⁸⁹ BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 16 ago. 2021.

consideração na hora de investir e essa alteração vincula o administrador e o gestor, pois eles são obrigados a obedecer ao regulamento e à política de investimento.

Isso permite que os cotistas estabeleçam se a decisão sobre a sustentabilidade de um investimento será tomada exclusivamente pelo gestor, como no fundo do Itaú acima citado, ou se serão estabelecidos critérios específicos conforme as suas preferências.

III. 2. A dificuldade em definir o investimento ESG.

O gestor que deseja investir de forma ESG deve primeiramente definir a técnica que ele irá adotar, pois há diferentes formas de se investir sustentavelmente. A principal consequência da escolha da técnica é a variação no leque de aplicações às quais ele tem acesso.

O Principles for Responsible Investment – PRI, que é uma iniciativa de investidores em parceria com a ONU para promover investimentos sustentáveis - rebate o equívoco daqueles que entendem que investir de forma responsável, ou seja, considerando aspectos ESG, é investir somente em alguma estratégia ou produto específico. Ele afirma que:

O investimento responsável não requer investir necessariamente em uma estratégia ou produto específico. Ele simplesmente envolve incluir informação ESG na tomada de decisão sobre o investimento e na administração dos recursos de terceiros para garantir que todos os fatores relevantes sejam tidos em conta durante a análise de risco e retorno. A forma como o investidor realiza o investimento responsável varia amplamente⁹⁰. (tradução livre)

Essa iniciativa, por entender que a escolha sobre o investimento permanece com o investidor, não busca definir normas rígidas sobre o que é um investimento ESG. Ela estabelece princípios que devem guiar aqueles que decidem se tornar signatários da iniciativa e estabelece a obrigação de o signatário disponibilizar um relatório anual sobre os seus investimentos sustentáveis⁹¹.

Os princípios que devem ser seguidos são seis e eles se aproximam mais de compromissos aos quais os signatários se comprometem. Por exemplo, o Princípio nº 1 determina: “Nós vamos incorporar questões ESG na nossa análise de investimento e no processo de tomada de decisões (tradução livre)”⁹². Os demais são parecidos e estabelecem compromissos que auxiliarão na disseminação de investimentos sustentáveis.

A Quilter Investors, responsável por administrar 126.6 bilhões de libras em investimento⁹³ e signatária do PRI⁹⁴, elaborou sua política de investimento responsável e

⁹⁰ PRI. **What is responsible investment?**. Disponível em: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹¹ PRI. **Public signatory reports**. Disponível em: <https://www.unpri.org/signatories/reporting-and-assessment/public-signatory-reports>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹² PRI. **What are the Principles for Responsible Investment?**. Disponível em: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹³ QUILTER Investors. **About us**. Disponível em: <https://www.quilterinvestors.com/about-us/>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹⁴ PRI. **Quilter plc**. Disponível em: <https://www.unpri.org/signatory-directory/quilter-plc/3336.article>. Acesso em: 28 set. 2021.

discorreu sobre as principais técnicas de adoção de critérios sustentáveis na realização de investimentos.

A primeira técnica é a de exclusões. Adota-se um filtro negativo em que empresas de certos setores não podem ser objeto do investimento devido à própria natureza da sua atividade econômica⁹⁵.

Os exemplos mais comuns de empresas que, segundo essa técnica, não podem receber investimentos são do setor de tabaco, jogos de azar, armas, pornografia e combustíveis fósseis. Usualmente, a definição dos filtros funda-se em valores éticos e morais (como nos casos do tabaco, jogos de azar e armas) ou na poluição relacionada à atividade (como nos casos do carvão e petróleo)⁹⁶.

A segunda técnica é a de filtros positivos ou investimentos temáticos. Entende-se que algumas atividades econômicas têm um impacto positivo intrínseco então é sustentável investir nelas⁹⁷. O exemplo mais comum é do investir em empresas do setor de energia renovável, como energia eólica.

Essa segunda técnica pode também ser um filtro positivo dentro de um setor que é considerado negativo. Isto é, investe-se na empresa mais sustentável de um setor tido como pouco ou nada sustentável. Por exemplo, investir-se-ia na empresa considerada mais sustentável no setor do petróleo.

O intuito dessa técnica é o de criar um incentivo para que as empresas concorrentes nesse setor negativo adotem melhores práticas para disputar o investimento. A consequência dessa disputa pelo investimento é a de que o setor como um todo se tornará mais sustentável.

A última das principais técnicas é a de se basear em dados ESG fornecidos por empresas especializadas em *rating* ESG de empresas⁹⁸. O investidor, portanto, realiza apenas investimentos em companhias que detém certa nota no *ranking* elaborado pela empresa de

⁹⁵ QUILTER Investors. **Responsible Investment Policy**. Disponível em: <https://www.quilterinvestors.com/siteassets/documents/policies/quilter-investors-responsible-investment-policy.pdf>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹⁶ STANKIEWICZ, Alyssa; CHARLSON, Josh. **4 Steps to Add Sustainable Investing Strategies to your Portfolio**. Morningstar, 2021. Disponível em: <https://www.morningstar.com/specials/4-steps-to-add-sustainable-investing-strategies-to-your-portfolio>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹⁷ QUILTER Investors. **Responsible Investment Policy**. Disponível em: <https://www.quilterinvestors.com/siteassets/documents/policies/quilter-investors-responsible-investment-policy.pdf>. Acesso em: 28 set. 2021.

⁹⁸ *Ibidem*.

rating. Exemplos de empresas que oferecem esse serviço são a Morningstar⁹⁹, a Bloomberg¹⁰⁰ e a Refinitiv¹⁰¹.

Além das diferentes técnicas, o investidor tem de considerar a questão da materialidade quando for investir. Materialidade é um conceito que não tem definição única, logo, cita-se a definição dada por duas das maiores organizações que auxiliam na unificação de conceitos para as finanças sustentáveis. São elas a Sustainability Accounting Standards Board – SASB¹⁰² e a Global Reporting Initiative – GRI¹⁰³.

A SASB define materialidade a partir de uma perspectiva do investidor. Segundo essa organização, as questões materiais são aquelas que são “razoavelmente prováveis de impactar a condição financeira ou a performance operacional de uma empresa, logo, são mais importantes para os investidores (tradução livre)”¹⁰⁴. As questões que se enquadram nesse conceito devem ser tornadas públicas, devido a sua importância para a tomada de decisão pelos investidores.

Sob a ótica da SASB, uma prática relacionada a aspectos ESG, como aumento de emissão de gás carbônico ou diminuição da saúde e segurança dos empregados, será considerada material se tiver a possibilidade de impactar o desempenho da empresa, logo, deve ser comunicada. Caso a prática não seja sustentável, mas não prejudique o seu desempenho, ela não precisa ser tornada pública porque não há materialidade.

Por outro lado, a GRI define quais tópicos são materiais com base nos seus efeitos em todos os *stakeholders*, que são os afetados pelas práticas da empresa¹⁰⁵, não apenas nos

⁹⁹ MORNINGSTAR. **A global standard for sustainable investing**. Disponível em: <https://www.morningstar.com/products/esg-investing>. Acesso em: 28 set. 2021.

¹⁰⁰ BLOOMBERG. **Sustainable Finance**. Disponível em: https://www.bloomberg.com/professional/solution/sustainable-finance/?gclid=CjwKCAjwndCKBhAkEiwAgSDKQcrv1UgybSCB45k6jeoXwaz0zVIWz4An_3u-xPBohVIF_HHnDdodRBoCalAQAvD_BwE#scores/?utm_medium=Adwords&utm_campaign=ESG&utm_source=pdsrch&utm_content=esgscores&tactic=34235. Acesso em: 28 set. 2021.

¹⁰¹ REFINITIV. **Environmental, Social, and Governance (ESG) Indices**. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/pt/financiacal-data/indices/esg-index>. Acesso em: 29 set. 2021.

¹⁰² SASB. **About us**. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰³ GRI. **Our mission and history**. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰⁴ SASB. **Materiality Map**. Disponível em: <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰⁵ FERNANDO, Jason. **Stakeholder**. Investopedia, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>. Acesso em: 1 out. 2021.

shareholders, que são os detentores de ações da empresa¹⁰⁶. Para a GRI, o aspecto é material quando se trata de um:

Tópico que reflete os impactos econômicos, ambientais e sociais significativos de uma organização relatora ou que influencia substancialmente as avaliações e decisões dos *stakeholders*.¹⁰⁷

Sob a ótica da GRI, a prática não precisa impactar no desempenho da empresa para ser material, basta que ela tenha reflexos significativos nos *stakeholders*. Uma prática prejudicial ao meio ambiente deve, portanto, ser comunicada, mesmo que não influencie a empresa.

As consequências dessa diferença de definição podem ser representadas por um debate tido na aula aberta de pós-graduação da disciplina Direito Financeiro e Meio Ambiente (USP - 2021), ministrada pelo Prof. Dr. José Maurício Conti.

Durante a aula, o representante da empresa Gerdau S. A., que é a maior empresa brasileira produtora de aço¹⁰⁸, afirmou que o aumento da participação de mulheres nos cargos de direção era uma das práticas ESG adotadas pela empresa. Outro expositor, o representante da FAMA Investimentos, que gere o seu fundo de investimento de ações¹⁰⁹ e se pauta pelo ESG¹¹⁰, apontou que, devido à materialidade, ele acha mais relevante que a Gerdau S. A. se comprometa com propiciar mais segurança aos seus trabalhadores do que aumentar a participação de mulheres em cargos de direção¹¹¹.

Esse diálogo bem representa como a relevância material de uma prática sustentável varia de acordo com as peculiaridades da atividade econômica praticada pela empresa. Por exemplo, a redução de 30% do consumo de água por uma empresa de tecnologia que ocupa um andar em um prédio comercial e emprega 20 pessoas é, sob a ótica da materialidade e da

¹⁰⁶ HAYES, Adam. **Shareholder**. Investopedia, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholder.asp>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰⁷ GRI. **Glossário das Normas GRI 2019**. Disponível em: <https://www.globareporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-portuguese-translations/>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰⁸ GERDAU. **Perfil**. Disponível em: <https://www2.gerdau.com.br/sobre-nos/perfil-gerdau>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹⁰⁹ BNY MELLON. **Regulamento do FAMA Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento de Ações**. Disponível em: https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d_d6cef29003f24678a00dbd06035fdada.pdf. Acesso em: 1 out. 2021.

¹¹⁰ FAMA. **FAMA FIC FIA**. Disponível em: <https://www.famainvestimentos.com.br/fundo>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹¹¹ DIREITO FINANCEIRO levado a sério. **Estado, Mercado e a Agenda ESG**. Youtube, 2021. (1h58m01s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=WiC8kYUavO0&list=PLRBvehUGhKmZFBzKyIMqZMSCoLBn2gNWn&index=4>. Acesso em: 1 out. 2021.

sustentabilidade, irrelevante. Se igual redução fosse feita por uma grande siderúrgica, a relevância seria imensa.

Além das dificuldades em definir ESG devido às variáveis da técnica de investimento e da materialidade para a atividade econômica, há uma especial dificuldade em definir o “S” do acrônimo ESG. Pesquisa global feita pelo BNP Paribas com 347 instituições relevou que 46% dos entrevistados acham que o fator social é o mais difícil de analisar e integrar em suas políticas de investimento ESG¹¹². Ademais, a pesquisa apontou que a grande diferença entre as métricas sociais organizadas por empresas de *rating* é um grande desafio, pois não ajudam na individualização do que é o social.

Diante dessa dificuldade, artigo publicado por Neilan, Reilly e Fitzpatrick busca repensar o “S” em ESG. Para eles, o “S” deve significar que as empresas levam em consideração as manifestações dos *stakeholders*:

Empresas têm, desde um bom tempo, reconhecido a importância dos principais *stakeholders*. No entanto, agora não é somente a prática de interagir com esses *stakeholders* que é relevante – mas a prova de que as suas visões foram consideradas na tomada de decisão do conselho de administração¹¹³.

Embora se distancie da amplitude do conceito de social, essa nova definição não faz com que a identificação do que é um investimento social se torne simples. Ainda será necessário individualizar, a partir dos aspectos materiais para aquela atividade econômica, quem são os *stakeholders* e identificar se eles estão sendo ouvidos.

A obrigação de as empresas liberarem mais informações tem sido uma das estratégias que os governos têm considerado para fazer com que seja mais fácil de definir se um investimento é ESG. Como se verá no próximo capítulo, essa estratégia é acompanhada de aumento de custos para a indústria dos investimentos ESG.

¹¹² FONTAN, Florence. **Social: the hardest to define and integrate**. BNP Paribas, 2019. Disponível em: <https://securities.cib.bnpparibas/social-the-hardest-to-define-and-integrate/>. Acesso em: 1 out. 2021.

¹¹³ NEILAN, Jonathan; REILLY, Petter; FITZPATRICK, Glenn. **Time to Rethink the S in ESG**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2021. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/28/time-to-rethink-the-s-in-esg/>. Acesso em: 1 out. 2021.

III. 3. O aumento do custo regulatório e o paradoxo da desinformação decorrente da disponibilização de informações.

A edição de um ato normativo regulatório faz com que os particulares incorram em custos para obedecer a essa nova obrigação imposta. Ademais, os custos tendem a não ficar restritos apenas aos destinatários da norma, isto é, às empresas do setor regulado, e a refletir em outras áreas da sociedade. Esses custos recebem o nome de custos regulatórios ou custos de observância regulatória.

O Decreto nº 10.411/2020, que regulamenta a AIR, define custos regulatórios como:

Estimativa dos custos, diretos e indiretos, identificados com o emprego da metodologia específica escolhida para o caso concreto, que possam vir a ser incorridos pelos agentes econômicos, pelos usuários dos serviços prestados e, se for o caso, por outros órgãos ou entidades públicos, para estar em conformidade com as novas exigências e obrigações a serem estabelecidas pelo órgão ou pela entidade competente, além dos custos que devam ser incorridos pelo órgão ou pela entidade competente para monitorar e fiscalizar o cumprimento dessas novas exigências e obrigações por parte dos agentes econômicos e dos usuários dos serviços prestados.¹¹⁴

Diante das diferentes formas como os custos regulatórios podem ocorrer, o governo de New South Wales, estado australiano, elaborou um guia para auxiliar os membros da administração pública a identificá-los e os medir. No guia, ficou definido que custo regulatório é um gênero composto por três espécies.

A primeira espécie é a das cobranças regulatórias. Enquadram-se nesse grupo os pagamentos em dinheiro feitos pelo particular diretamente para a administração pública. Os exemplos mais comuns são as taxas e tarifas impostas. Medir o tamanho desse custo para o particular é mais simples porque se define previamente o valor imposto e os destinatários da norma¹¹⁵.

A segunda é a dos custos totais de observância do ato regulatório. Somam-se aqui os custos que o particular incorre para obedecer à obrigação e também os custos necessários para o particular comprovar que obedeceu à norma. Exemplo daquele é a compra de novo

¹¹⁴ BRASIL. **Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020**. Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

¹¹⁵ MEASURING the Costs of Regulation. **New South Wales Government**, 2008. Disponível em: https://www.productivity.nsw.gov.au/sites/default/files/2018-05/Measuring_the_Costs_of_Regulation.pdf. Acesso em: 2 out. 2021.

equipamento determinado pelo órgão regulador e deste é o fornecimento dos documentos que comprovam a compra do equipamento¹¹⁶.

A mensuração desse custo é mais complexa pois envolve custos internos à empresa, logo, variam conforme as características da própria empresa. Dessa forma, é complexo prever o custo para cada um dos destinatários da norma porque ele varia conforme o destinatário. No entanto, estimativas são possíveis.

Os custos indiretos são a terceira espécie. Eles são os efeitos nas estruturas do mercado e nos padrões de consumo que o ato regulatório ocasiona. As principais consequências desses custos indiretos são a criação de barreiras de entrada e a limitação da competição¹¹⁷.

Com a limitação da competição e da entrada de novos atores, são sentidos outros reflexos na sociedade, como aumento de preços, barreiras à inovação e diminuição de opções e de qualidade dos produtos. Por ter a característica de não afetar apenas o setor regulado e proporcionar consequências em efeito cascata, os custos indiretos são os mais difíceis de estimar.

A preocupação com os custos regulatórios não é exclusiva dos australianos. A CVM, em 2017, iniciou o Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória. Segundo a CVM:

O principal foco dessa iniciativa foi o de incrementar a eficiência da regulação, sem desconsiderar os riscos que tais ações possam representar para a proteção dos investidores, mandato principal da CVM, e da maximização do bem-estar econômico decorrente da competição plena, eficiente e íntegra entre seus participantes.¹¹⁸

Esse projeto, na sua parte inicial de eliminação de redundâncias, já acarretou a revogação integral de 5 instruções e a alteração no texto de outras 16.¹¹⁹

Os custos regulatórios, embora afetem toda a indústria, têm um peso maior para os pequenos atores da indústria. Estudo feito nos Estados Unidos pela Small Business Association – SBA concluiu que as empresas americanas com menos de 20 empregados têm um custo de observância regulatória 36% maior que as empresas que empregam 500 ou mais pessoas¹²⁰. Na

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ *Ibidem*.

¹¹⁸ CUSTO de Observância Regulatória. CVM, 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html. Acesso em: 2 out. 2021.

¹¹⁹ *Ibidem*.

¹²⁰ CRAIN, Nicole V.; CRAIN, W. Mark. **The Impact of Regulatory Costs on Small Firms**. SBA, 2010. Disponível em:

mesma linha, pesquisa feita pela U. S. Chamber of Commerce Foundation afirmou que o custo resultante das regulações federais americanas era 20% maior para as empresas pequenas, que têm 50 ou menos empregados, quando comparado com a média de custo de todas as empresas¹²¹.

O motivo dessa disparidade, segundo a SBA, é o de que muitos dos custos regulatórios são fixos. Dessa forma, a empresa grande consegue diluir esse custo de observância no seu maior faturamento, produção e número de empregados. Isso faz com que o custo regulatório por unidade (por dólar faturado, por produto produzido ou por empregado) seja menor do que o na pequena empresa¹²².

Para a U. S. Chamber of Commerce Foundation, a diferença é resultado da limitação, que as pequenas empresas enfrentam, de conhecimento e pessoal necessários para conseguir obedecer às normas. Pelo outro lado, as empresas grandes estão mais preparadas para lidar com a regulação porque têm maior pessoal e acesso a conhecimento jurídico especializado¹²³.

No cenário dos investimentos ESG, o aumento dos custos regulatórios é uma das maiores preocupações para os atores da indústria. Recente pesquisa feita pelo BNP Paribas com donos de ativos e administradores de ativos de todo o mundo afirmou que 63% dos entrevistados concordam que o aumento de regulação em matéria ESG irá aumentar os custos da indústria¹²⁴.

Na hipótese de novas obrigações de divulgação de informações aos fundos ESG, é de se esperar o aumento dos custos totais de observância do ato regulatório e dos custos indiretos.

[https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20\(Full\).pdf](https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20(Full).pdf). Acesso em: 2 out. 2021.

¹²¹ THE REGULATORY Impact on Small Business: Complex. Cumbersome. Costly. **U. S. Chamber of Commerce Foundation**, 2017. Disponível em: https://www.uschamberfoundation.org/smallbizregs/assets/files/Small_Business_Regulation_Study.pdf. Acesso em: 2 out. 2021.

¹²² CRAIN, Nicole V.; CRAIN, W. Mark. **The Impact of Regulatory Costs on Small Firms**. SBA, 2010. Disponível em: [https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20\(Full\).pdf](https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20(Full).pdf). Acesso em: 2 out. 2021.

¹²³ THE REGULATORY Impact on Small Business: Complex. Cumbersome. Costly. **U. S. Chamber of Commerce Foundation**, 2017. Disponível em: https://www.uschamberfoundation.org/smallbizregs/assets/files/Small_Business_Regulation_Study.pdf. Acesso em: 2 out. 2021.

¹²⁴ THE ESG Global Survey 2021. **BNP Paribas**, 2021. Disponível em: <https://securities.cib.bnpparibas/app/uploads/sites/3/2021/09/bnp-paribas-esg-global-survey-2021.pdf>. Acesso em: 2 out. 2021.

Os administradores e gestores dos fundos terão aumento dos custos porque terão o dever de obter, organizar e disponibilizar as informações conforme o determinado no ato normativo. Dessa forma, será necessária a contratação de pessoal ou de terceiros que sejam capazes de lidar com essas informações sobre sustentabilidade.

A consequência desse aumento de custos é que haverá aumento na taxa de administração do fundo paga pelo cotista. Os gastos com os serviços de administração e gestão do fundo são pagos por essa taxa¹²⁵, logo, se há aumento nos custos de administração e gestão, é de se esperar aumento na taxa paga pelo cotista.

Exposta a forma como acontecerá o aumento dos custos diretos, deve-se agora abordar o aumento dos custos indiretos. O custo indireto de mais fácil constatação é o de que, com o aumento da taxa de administração, torna-se menos atrativo para o potencial cotista optar por aquele fundo quando comparado com antes, quando não havia a nova obrigação e a taxa era menor.

Prever outras consequências derivadas do aumento dos custos indiretos é complexo porque dependem de quão grande será esse aumento. Caso seja um aumento grande, é possível que haja criação de reserva de mercado ou que haja mais dificuldade na entrada de novos competidores, pois o aumento de custos afeta principalmente os pequenos atores da indústria. Essa diminuição da concorrência, conseqüentemente, faria com que a inovação e o desenvolvimento da indústria fossem retardados.

A obrigação de disponibilizar mais informações, além de impor custos, não é garantia de que os particulares tomarão decisões melhor informadas. Em realidade, o professor Sunstein, em sua obra *Paradoxes of the Regulatory State*, afirma que obrigações de divulgação de informações podem tornar as pessoas menos informadas por duas razões.

A primeira razão é a de que mais informações disponíveis não implicam decisões melhor informadas. As pessoas às vezes processam mal as informações dadas, principalmente quando elas vêm em probabilidades. Além disso, há o risco de uma sobrecarga de informações, em que as pessoas tratam uma grande quantidade de informações como nenhuma informação¹²⁶.

¹²⁵ OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de Fundos de Investimento: O seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019.

¹²⁶ SUNSTEIN, Cass R. Paradoxes of the Regulatory State. **University of Chicago Law Review**, Chicago, v. 407, p. 407-441, 1990. Disponível em: https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2842302. Acesso em: 4 out. 2021.

No cenário dos fundos de investimento sustentáveis, esses riscos de sobrecarga e de mal processamento são ainda maiores.

Em relação à sobrecarga, os cotistas de fundos já lidam com muitos documentos sobre a performance do fundo. Como atesta a *Association of the Luxembourg Fund Industry – ALFI* em sua manifestação sobre as normas europeias que tratam da disponibilização de informações sobre sustentabilidade por parte dos fundos de investimento: “A ALFI acredita que os regulamentos e os relatórios anuais dos fundos de investimento vão ficar maiores e maiores. Já hoje, os investidores lutam para ler e compreender os longos documentos (tradução livre)”¹²⁷. Num cenário em que já há muita informação à disposição, a chance de a disponibilização de mais informações causar sobrecarga é alta.

Em relação ao mal processamento das informações, as chances de isso ocorrer são altas porque se trata de um novo tipo de informação. Os investidores estão tradicionalmente acostumados a interpretar e avaliar informações financeiras, mas terão de lidar agora com informações sobre meio ambiente, social e governança.

Dessa forma, será necessário que eles adquiram todo um conjunto de conhecimentos, por exemplo saber sobre ecologia, para conseguir processar a informação disponibilizada. Diante da falta de ferramentas para interpretar informações sustentáveis e de experiência com elas, as chances de mal processamento são grandes.

A segunda razão é a de que a obrigação de disponibilizar informações pode levar o regulado a não disponibilizar nenhuma informação. O exemplo que melhor representa esse risco é o de uma obrigação em que só é permitido fazer propaganda de um produto em que nenhum dos espectadores da propaganda seja enganado. Como o risco de ao menos uma pessoa ser enganada num grupo tão amplo e heterogêneo é alto, optar-se-á por não realizar a propaganda e assim não será disponibilizada nenhuma informação e os indivíduos tomarão decisões pior informadas¹²⁸.

Trazendo para o cenário dos fundos de investimento ESG, o exemplo seria o de uma situação em que o Estado impõe ao gestor ou ao administrador uma exigente obrigação de

¹²⁷ ALFI Responds to the Joint Consultation Paper Concerning Taxonomy-Related Sustainability Disclosures. **ALFI**, 2021. Disponível em: <https://www.alfi.lu/kentico.pagebuilder/forms/alfi.widgets.newswidget/news/getarticlebyname?name=ALFI-Response-to-the-Joint-Consultation-Paper-conc>. Acesso em: 2 out. 2021.

¹²⁸ SUNSTEIN, Cass R. Paradoxes of the Regulatory State. **University of Chicago Law Review**, Chicago, v. 407, p. 407-441, 1990. Disponível em: https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2842302. Acesso em: 4 out. 2021.

disponibilização de informações e o regulado, diante da dificuldade em cumprir essa obrigação, opta por não ser um fundo ESG para ficar isento dessa obrigação.

A realização de investimentos ESG certamente depende da disponibilização de informações sobre aspectos sustentáveis. Deve-se ter em conta, no entanto, que a imposição pelo Estado de obrigações ao particular, sejam elas de disponibilização de informações ou de outro gênero, vem acompanhada de custos diretos para ele e indiretos para diversos setores da sociedade.

Conclusão

Na ordem econômica brasileira, a intervenção estatal deve apenas acontecer subsidiariamente, como visto no Capítulo II, 1. Naquele capítulo, tendo como base o artigo dos professores Cyrino e Sutter, afirmou-se que, para que a intervenção estatal na economia seja constitucional, é necessário verificar se a medida estatal obedece a três requisitos: (i) adequação, (ii) necessidade e (iii) proporcionalidade em sentido estrito.

Busca-se, para concluir este trabalho, verificar se uma medida estatal definidora das características necessárias para que um fundo seja considerado ESG cumpre esses três requisitos.

Sobre a necessidade de intervenção estatal para regular especificamente o funcionamento dos fundos ESG, entende-se que esse requisito não está presente. O ordenamento jurídico brasileiro contém uma série de normas que impõem ao administrador do fundo o dever de obedecer ao disposto no regulamento e de informar fid eligentemente os cotistas. O ordenamento jurídico também prevê sanções para o administrador caso ele desrespeite o regulamento ou não aja de boa-fé.

Ademais, como exposto no Capítulo III, 1, já há normas – sejam elas da CVM, da ANBIMA ou do Código Civil – obrigando o administrador ou o gestor a obedecer ao compromisso de adoção dos critérios ESG na sua política de investimento. Portanto, há, no ordenamento jurídico, normas que obrigam o administrador e o gestor a cumprirem com o compromisso ESG constante do regulamento e normas sancionadoras e responsabilizadoras daqueles que praticam o *greenwashing*.

Dessa forma, não está presente o requisito da necessidade apto a justificar a intervenção estatal específica na temática da regulamentação dos fundos ESG, pois já há normas obrigando o cumprimento dos compromissos ESG dos fundos e sancionando os responsáveis em caso de desrespeito.

Em relação à adequação do ato estatal, o ato será adequado quando ele atingir o objetivo a que se propõe. No que diz respeito aos investimentos ESG, a preocupação do Estado seria a de que o investidor possa vir a ser vítima de *greenwashing* quando realizar um investimento autodenominado sustentável, como exposto no Capítulo I, 3. Dessa forma, a medida estatal será

adequada se tiver como consequência a diminuição significativa ou a extinção de casos de *greenwashing*.

Em relação a esse requisito, entende-se que não é possível afirmar de antemão se a adequação de um ato do governo brasileiro para os fundos ESG está presente ou ausente. A razão disso é a de que se revela conflituosa a própria definição do que seja o objetivo desejado, pois, como visto no Capítulo III, 2, é complexa a definição de quais características compõem um investimento ESG.

No entanto, analisar a tendência atual que outros Estados vêm tomando em relação ao ESG é de utilidade para compreender se uma norma similar às adotadas pelos Estados estrangeiros respeitaria o requisito da adequação.

Diante da dificuldade de individualizar o que são investimentos sustentáveis, abordada no Cap. III, 2, os Estados estrangeiros têm adotado a estratégia de tornar mais informações sobre aspectos sustentáveis disponíveis para que o investidor tome a decisão melhor informado. O intuito dessas ações governamentais é o de que mais informações estejam à disposição dos cotistas para que eles tomem uma decisão bem informada e não sejam vítimas de *greenwashing* por parte do gestor ou do administrador do fundo.

Como visto no Capítulo I, 3, os governos, sendo a União Europeia a principal representante dessa tendência, vêm impondo aos gestores que forneçam informações relacionadas aos aspectos sustentáveis de sua prática de investimento ou que, em um formato *comply or explain*, adotem certa prática ou expliquem caso não a adotem.

A disponibilização de mais informações, contudo, não é garantia de que os particulares tomarão decisões melhores informadas. Um dos paradoxos do Estado regulatório, como tratado no Cap. III, 3, é o de que obrigações de divulgação de informações podem tornar as pessoas menos informadas.

Dessa forma, é possível afirmar que, caso o Brasil opte por uma regulação de fundos ESG centrada na disponibilização de mais informações, a consecução do objetivo de os particulares tomarem decisões melhor informadas não é garantida.

Obrigar o regulado a disponibilizar mais informações é uma forma de aumentar os custos, tema diretamente relacionado ao requisito da proporcionalidade em sentido estrito.

Fazer uma análise de custo-benefício parece ter pouco propósito após ter sido afirmado que o requisito da necessidade não está presente e o da adequação provavelmente não estará em mais uma obrigação de divulgação de informações. Ou seja, torna-se difícil sustentar que haverá algum benefício em uma norma dispendo especificamente sobre fundos de investimento ESG, em qualquer análise que se faça.

Dessa forma, conclui-se que nenhum dos três requisitos trazidos pelos professores Cyrino e Sutter está presente para que o Estado intervenha para regular os fundos ESG.

Por fim, é de se lembrar que uma eventual tentativa de regulamentação seria de competência da CVM e, como seria um ato normativo de interesse geral de agentes econômicos, deve ser realizada AIR, como discutido no Cap. II, 2.

Pelo exposto em todo este trabalho, entende-se que o relatório final da AIR, ao enfrentar os questionamentos acima postos, certamente recomendará a não edição do ato normativo.

Termina-se este trabalho ressaltando que os problemas relacionados ao meio ambiente e a outras questões sociais, como a desigualdade de gênero, são graves e relevantes.

A relevância dos problemas enfrentados, contudo, não pode levar o governo a, mesmo bem intencionado, intervir na liberdade dos particulares sem a devida análise sobre a necessidade e as consequências dessa ação. A História está repleta de intervenções estatais bem intencionadas, mas com efeitos danosos para a sociedade.

REFERÊNCIAS

- ABOUT The Index. **The Heritage Foundation**, 2021. Disponível em: <https://www.heritage.org/index/about>. Acesso em: 31 ago. 2021.
- ABOUTus. **Quilter Investors**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.quilterinvestors.com/about-us/>. Acesso em: 28 set. 2021.
- ABOUTus. **SASB**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acesso em: 1 out. 2021.
- A GLOBAL standard for sustainable investing. **Morningstar**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.morningstar.com/products/esg-investing>. Acesso em: 29 set. 2021.
- ALFI Responds to the Joint Consultation Paper Concerning Taxonomy-Related Sustainability Disclosures. **ALFI**, 2021. Disponível em: <https://www.alfi.lu/kentico.pagebuilder/forms/alfi.widgets.newswidget/news/getarticlebyname?name=ALFI-Response-to-the-Joint-Consultation-Paper-conc>. Acesso em: 2 out. 2021.
- ANBIMA. **Modelo de autorregulação, supervisão e enforcement**. ANBIMA, 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/24/91/D5/DA/15C416102956441699A80AC2/Modelo%20de%20autorregula_o%20supervis_o%20e%20enforcement.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.
- ANBIMA. **Guia ASG**. ANBIMA, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2021.
- ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros**. ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/12/77/D9/66/8236A7103955D5A76B2BA2A8/codigo_Administracao_Recursos_Terceiros_01.07.21.pdf. Acesso em: 19 ago. 2021.
- ARANHA, Marcio Iorio. **Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório**. 5. ed. rev. ampl. Londres: Laccademia Publishing, 2019.
- ASSOCIAÇÃO On-line. **ABRASCA**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/Associadas/Associacao-On-line>. Acesso em: 24 ago. 2021.
- BINENBOJM, Gustavo. Art. 5º: Análise de Impacto Regulatório. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.
- BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 17 ago. 2021.
- BRASIL. **Resolução nº 1.787, de 1º de fevereiro de 1991**. Autoriza a constituição de fundos de aplicação financeira, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo Banco Central do Brasil. Brasília: Conselho Monetário Nacional, 1991. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1991/pdf/res_1787_v3_L.pdf. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002**. Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm. Acesso em: 17 ago. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2009. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 23 ago. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4. Turma). **Recurso Especial 1.187.365/RO**. Direito Civil e Consumidor. Recurso Especial. Fundo de Investimento. Banco da Amazônia. Administrador do Fundo. Subcontratação. Gestão da Carteira. Banco Santos. Santos Asset Management. Intervenção do BACEN. Valores Bloqueados. Responsabilidade. Administrador do Fundo. Recorrente: Banco da Amazônia S. A. Recorrido: Elton Vieira de Andrade. Relator: Min. Luis Felipe Salomão, 22 de maio de 2014. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencia=1324324&num_registro=201000587961&data=20140825&peticao_numero=1&formato=PDF. Acesso em: 22 set. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 9.073, de 5 de junho de 2017**. Promulga o Acordo de Paris sob a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, celebrado em Paris, em 12 de dezembro de 2015, e firmado em Nova Iorque, em 22 de abril de 2016. Brasília: Presidência da República, 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/decreto/d9073.htm. Acesso em: 24 ago. 2021.

BRASIL. **Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 881/2019, de 11 de abril de 2019**. Brasília: Ministério da Economia, Advocacia Geral da União e Ministério da Justiça e Segurança Pública, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3. Turma). **Recurso Especial 1.834.003/SP**. Recurso Especial. Processual Civil. Ação de reparação de danos. Fundo de investimento. Liquidação. Normas e procedimentos contábeis. Dever de observância. Obrigação do administrador. Legitimidade passiva. Teoria da asserção. Recorrente: Santander Securities Brasil S. A. Recorrido: Carlos Eduardo Terepíns *et al.* Relator: Min. Ricardo Villas Boas Cuêva, 17 de setembro de 2019. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencia=100220552&num_registro=201702541679&data=20190920&tipo=91&formato=PDF. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019**. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras, altera [...]. Brasília: Presidência

da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/113848.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera [...]; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 16 ago. 2021.

BRASIL. **Edital de Audiência Pública SDM nº 09/20**. Alterações da Instrução CVM nº 480 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm09_20edital.pdf. Acesso em: 24 ago. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020**. Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em: 26 ago. 2021.

BRASIL. **Parecer SEI nº 3465/2021/ME**. Consulta Pública nº 09/2020, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a respeito de minuta de alterações das Instruções CVM nº 480 e nº 481 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa. Brasília: Ministério da Economia, 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm09_20_SEAEME_08032021.pdf. Acesso em: 24 ago. 2021.

CADASTRO ANBIMA de Instituições e Profissionais de Investimento. ANBIMA, [s.d.]. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm. Acesso em: 22 set. 2021.

CORRÊA, Leonardo; CAMELO, Bradson. **ESG e responsabilidade civil: como corrigir uma assimetria de informações**. JOTA, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/esg-e-responsabilidade-civil-como-corrigir-uma-assimetria-de-informacoes-08092021>. Acesso em: 22 set. 2021.

COUNTRY Rankings. **The Heritage Foundation**, 2021. Disponível em: <https://www.heritage.org/index/ranking>. Acesso em: 31 ago. 2021.

CRAIN, Nicole V.; CRAIN, W. Mark. **The Impact of Regulatory Costs on Small Firms**. SBA, 2010. Disponível em: [https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20\(Full\).pdf](https://www.sba.gov/sites/default/files/The%20Impact%20of%20Regulatory%20Costs%20on%20Small%20Firms%20(Full).pdf). Acesso em: 2 out. 2021.

CUSTO de Observância Regulatória. **CVM**, 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html. Acesso em: 2 out. 2021.

CVM Lança Audiência Pública sobre Mudanças na Instrução 480. **CVM**, 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456>. Acesso em: 23 ago. 2021.

CYRINO, André; SUTTER, Pedro. Princípio da Subsidiariedade, Lei da Liberdade Econômica e a Constituição. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

DIREITO FINANCEIRO levado a sério. **Estado, Mercado e a Agenda ESG**. Youtube, 2021. (1h58m01s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=WiC8kYUavO0&list=PLRBvehUGhKmZFBzKyIMqZMSCoLBn2gNWn&index=4>. Acesso em: 1 out. 2021.

ENVIRONMENTAL, Social, and Governance (ESG) Índices. **Refinitiv**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/pt/financial-data/indices/esg-index>. Acesso em: 29 set. 2021.

EUROPA. **Regulamento UE 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019**. Relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros. Estrasburgo: Parlamento Europeu e Conselho, 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=LV>. Acesso em: 24 ago. 2021.

EUROPA. **Regulamento UE 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020**. Relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável, e que altera o Regulamento (UE) 2019/2088. Bruxelas: Parlamento Europeu e Conselho, 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>. Acesso em: 24 ago. 2021.

EUROPA. **Plano de Investimento para uma Europa Sustentável**. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Econômico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões. Bruxelas: Comissão Europeia, 2020. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN>. Acesso em: 19 ago. 2021.

EUROPA. **Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive**. Bruxelas: Comissão Europeia, 2020. Disponível em: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation_pt. Acesso em: 24 ago. 2021.

FAMA FIC FIA. **FAMA**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.famainvestimentos.com.br/fundo>. Acesso em: 1 out. 2021.

FANCY, Tariq. **Financial world greenwashing the public with deadly distraction in sustainable investing practices**. USA Today, 2021. Disponível em: <https://www.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

FERNANDO, Jason. **Stakeholder**. Investopedia, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>. Acesso em: 1 out. 2021.

FONTAN, Florence. **Social: the hardest to define and integrate**. BNP Paribas, 2019. Disponível em: <https://securities.cib.bnpparibas/social-the-hardest-to-define-and-integrate/>. Acesso em: 1 out. 2021.

FRAZÃO, Ana. **Perspectivas das Análises de Impacto Regulatório - AIRs no Brasil: Parte II**. JOTA, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao->

MATERIALITY Map. SASB, [s.d.]. Disponível em: <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/>. Acesso em: 1 out. 2021.

MATTOS, César; MAIA, André. Liberdade Econômica, princípios constitucionais e promoção do bem-estar social. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

MEASURING the Costs of Regulation. **New South Wales Government**, 2008. Disponível em: https://www.productivity.nsw.gov.au/sites/default/files/2018-05/Measuring_the_Costs_of_Regulation.pdf. Acesso em: 2 out. 2021.

MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. **Curso de Direito Constitucional**. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2017.

MENEGUIN, Fernando B. Lei de Liberdade Econômica e reflexos no Direito Regulatório: a análise de impacto regulatório. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

MILBURN, Ella. **ESG Country Snapshot: Japan – Land of the rising ESG**. Responsible Investor, 2019. Disponível em: <https://www.responsible-investor.com/articles/esg-country-snapshot-japan>. Acesso em: 19 ago. 2021.

MILLENNIALS are a driving factor in the growth behind ESG factors. **Nasdaq**, 2021. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/millennials-are-a-driving-factor-in-the-growth-behind-esg-investments-2021-05-25>. Acesso em: 17 ago. 2021.

NEILAN, Jonathan; REILLY, Petter; FITZPATRICK, Glenn. **Time to Rethink the S in ESG**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2021. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/28/time-to-rethink-the-s-in-esg/>. Acesso em: 1 out. 2021.

O HISTÓRICO da OCDE e a Progressiva Aproximação entre o Brasil e o Organismo Internacional. **Ministério da Economia**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/assuntos-economicos-internacionais/cooperacao-internacional/ocde>. Acesso em: 26 ago. 2021.

OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Liberdade Econômica e Constituição de 1988. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de. (Org.). **Lei de Liberdade Econômica e o Ordenamento Jurídico Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: D'Plácido, 2020.

OLIVEIRA, Amanda Flávio de. 25 anos de regulação no Brasil. In: MATTOS, César (Org.). **A revolução regulatória na nova lei das agências**. São Paulo: Singular, 2021 (no prelo).

OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de Fundos de Investimento: O seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019.

ONU. **Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development**. Draft resolution referred to the United Nations summit for the adoption of the post-2015 development agenda by the General Assembly at its sixty-ninth session. Nova Iorque: Assembleia Geral da ONU, 2015. Disponível em: <https://undocs.org/en/A/70/L.1>. Acesso em: 19 ago. 2021.

OUR mission and history. **GRI**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. Acesso em: 1 out. 2021.

PEREIRA, Carlo. **O ESG é uma preocupação que está tirando seu sono? Calma, nada mudou.** Exame Invest, 2020. Disponível em: <https://exame.com/blog/carlo-pereira/esg-o-que-e-como-adotar-e-qual-e-a-relacao-com-a-sustentabilidade/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

PERFIL. **Gerdau**, [s.d.]. Disponível em: <https://www2.gerdau.com.br/sobre-nos/perfil-gerdau>. Acesso em: 1 out. 2021.

PONCIANO, Jonathan. **Here's What Biden's \$2 Trillion Climate-Focused Infrastructure Plan Means For Stocks And The Economy.** Forbes, 2021. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2021/02/12/bidens-2-trillion-climate-focused-infrastructure-plan-means-for-stocks-and-the-economy/?sh=62707f9727b4>. Acesso em: 19 ago. 2021.

PORTAL do Investidor. **CVM**, [s.d.]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/FundodeInvestimento.html. Acesso em: 3 set. 2021.

POUSHTER, Jacob; HUANG, Christine. **Climate Change Still Seen as the Top Global Threat, but Cyberattacks a Rising Concern.** Pew Research Center, 2019. Disponível em: <https://www.pewresearch.org/global/2019/02/10/climate-change-still-seen-as-the-top-global-threat-but-cyberattacks-a-rising-concern/>. Acesso em: 17 ago. 2021.

PUBLIC signatory reports. **PRI**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.unpri.org/signatories/reporting-and-assessment/public-signatory-reports>. Acesso em: 28 set. 2021.

QUILTER plc. **PRI**, 2018. Disponível em: <https://www.unpri.org/signatory-directory/quilter-plc/3336.article>. Acesso em: 28 set. 2021.

RECOMENDAÇÃO do Conselho sobre Política Regulatória e Governança. **OCDE**, 2012. Disponível em: <https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/Recommendation%20PR%20with%20cover.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2021.

REGULAMENTO do FAMA Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento de Ações. **BNY MELLON**, 2019. Disponível em: https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d_d6cef29003f24678a00dbd06035fdada.pdf. Acesso em: 1 out. 2021.

REGULAMENTO do Itaú Momento ESG Ações Fundo de Investimento. **Itaú**, [s.d.]. Disponível em: https://anbima-bucket-documents-prod.s3.amazonaws.com/FUNDOS/552771/552771_REGULAMENTO_19700101_000.pdf. Acesso em: 22 set. 2021.

RESPONSIBLE Investment Policy. **Quilter Investors**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.quilterinvestors.com/siteassets/documents/policies/quilter-investors-responsible-investment-policy.pdf>. Acesso em: 28 set. 2021.

RUNACRES, David. **Why is Japan embracing ESG investing?** Refinitiv, 2021. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/perspectives/future-of-investing-trading/why-is-japan-embracing-esg-investing/>. Acesso em: 19 ago. 2021.

SCHRODERS Institutional Investor Study. **Schroders Global**, 2021. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/schroders-institutional-investor-study-optimism-surges-for-investment-returns-2021/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

SCHWARTZKOPFF, Frances. **ESG Fund Assets Hit Record \$1.4 Trillion in Europe Last Year**. Bloomberg, 2021. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-15/european-esg-funds-hit-record-1-4-trillion-in-assets-last-year>. Acesso em: 19 ago. 2021.

SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues. **SEC**, 2021. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/schroders-institutional-investor-study-optimism-surges-for-investment-returns-2021/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

SOUZA, Francimar Ribeiro de. **Aplicação do CDC nos fundos de investimento**. TCC (Pós-graduação *Lato Sensu* em Direito Empresarial e Contratos. Faculdade de Direito. Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2014. Disponível em: <https://repositorio.uniceub.br/jspui/bitstream/235/7810/1/51104662.pdf>. Acesso em: 22 set. 2021.

STANKIEWICZ, Alyssa; CHARLSON, Josh. **4 Steps to Add Sustainable Investing Strategies to your Portfolio**. Morningstar, 2021. Disponível em: <https://www.morningstar.com/specials/4-steps-to-add-sustainable-investing-strategies-to-your-portfolio>. Acesso em: 28 set. 2021.

SUBCHEFIA de Análise e Acompanhamento de Políticas Governamentais [et. al.]. **Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório - AIR**. Brasília: Presidência da República, 2018. Disponível em: https://www.gov.br/casacivil/pt-br/centrais-de-conteudo/downloads/diretrizes-gerais-e-guia-orientativo_final_27-09-2018.pdf/view. Acesso em: 26 ago. 2021.

SUNSTEIN, Cass R. Paradoxes of the Regulatory State. **University of Chicago Law Review**, Chicago, v. 407, p. 407-441, 1990. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2842302. Acesso em: 4 out. 2021.

SUSTAINABILITY Funds Hardly Direct Capital Towards Sustainability. **Greenpeace**, 2021. Disponível em: https://www.greenpeace.ch/static/planet4-switzerland-stateless/2021/06/75cd1284-gp_greenwashingstudie_en.pdf. Acesso em: 23 ago. 2021.

SUSTAINABLE Finance. **Bloomberg**, [s.d.]. Disponível em: https://www.bloomberg.com/professional/solution/sustainable-finance/?gclid=CjwKCAjwndCKBhAkEiwAgSDKQcrvIUgybSCB45k6jeoXwaz0zVIWz4An_3u_xPBohVIF_HHnDdodRBoCaIAQAvD_BwE#scores/?utm_medium=Adwords&utm_campaign=ESG&utm_source=pdsrch&utm_content=esgscores&tactic=342352. Acesso em: 29 set. 2021.

THE ESG Global Survey 2021. **BNP Paribas**, 2021. Disponível em: <https://securities.cib.bnpparibas/app/uploads/sites/3/2021/09/bnp-paribas-esg-global-survey-2021.pdf>. Acesso em: 2 out. 2021.

THE REGULATORY Impact on Small Business: Complex. Cumbersome. Costly. **U. S. Chamber of Commerce Foundation**, 2017. Disponível em: https://www.uschamberfoundation.org/smallbizregs/assets/files/Small_Business_Regulation_Study.pdf. Acesso em: 2 out. 2021.

WHAT is responsible investment?. **PRI**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>. Acesso em: 28 set. 2021.

WHAT are the Principles for Responsible Investment?. **PRI**, [s.d.]. Disponível em: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>. Acesso em: 28 set. 2021.

YOKOI, Yuki. **Cotista consumidor**. Capital Aberto, 2010. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/cotista-consumidor/>. Acesso em: 22 set. 2021.

ZAGO, Marina Fontão. Abrangência Federativa. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica - Lei 13.874/2019**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.