

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**

**DIREITO**

**Instrumentos de regulação e fiscalização das políticas ESG na emissão de  
títulos verdes**

**Ana Beatriz Bulhões Tosta**

SÃO PAULO - SP

2023

Ana Beatriz Bulhões Tosta

**Instrumentos de regulação e fiscalização das políticas ESG na emissão de títulos verdes**

**Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como requisito básico para a conclusão do Curso de Direito**

**Orientador: Fernando de Oliveira Marques**

SÃO PAULO - SP

2023

## RESUMO

A presente pesquisa buscou analisar os instrumentos de regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes para determinar o grau de aplicabilidade das normas de direito ambiental econômico, em especial a aplicação dos princípios do desenvolvimento sustentável, da precaução e da prevenção no direito ambiental, bem como o disposto nos arts. 225 e 170, *caput*, III e VI, da Constituição Federal, a partir de uma análise integrativa quanto à hierarquia de normas frente às diretrizes normativas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Foi realizada pesquisa em bases teóricas e normativas, iniciando o estudo com uma pesquisa acerca do direito ambiental econômico e um aprofundamento da contextualização do ESG, com posterior estudo sobre a estrutura do mercado financeiro. Com essas bases consolidadas, passou-se propriamente ao estudo dos títulos verdes, que envolveu ampla análise de dados por meio de relatórios de instituições especializadas e diversos artigos científicos de Economia, pontuando sua contribuição com o desenvolvimento sustentável. Por fim, foram selecionados e analisados os principais instrumentos de regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes. A conclusão da pesquisa foi que o grau de aplicabilidade dos princípios de direito ambiental econômico é de norma constitucional de eficácia limitada.

Palavras-chave: títulos verdes; ESG; desenvolvimento sustentável; regulação; direito ambiental econômico.

## ABSTRACT

This research sought to analyze the regulatory and supervisory instruments of ESG criteria in the issuance of green bonds to determine the degree of applicability of the rules of economic environmental law, especially the application of the principles of sustainable development, precaution, and prevention in environmental law, as well as the provisions in articles 225 and 170, *caput*, III and VI, of the Federal Constitution, based on an integrative analysis regarding the hierarchy of norms in relation to the regulatory guidelines of CVM (Securities and Exchange Commission). Research was carried out on theoretical and normative bases, starting the study with research on economic environmental law and a deepening of the ESG context, followed by a study on the financial market structure. With these bases consolidated, the study properly addressed green bonds, which involved extensive data analysis through reports from specialized institutions and several scientific articles on Economics, highlighting their contribution to sustainable development. Finally, the main regulatory and supervisory instruments of the ESG criteria in the issuance of green bonds were selected and analyzed. The conclusion was that the degree of applicability of the principles of economic environmental law is of constitutional norm with limited efficacy.

Keywords: green bonds; ESG; sustainable development; regulation; economic environmental law.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	5
<b>2. ESG E OS FUNDAMENTOS JURÍDICOS DO DIREITO AMBIENTAL ECONÔMICO</b>	7
2.1 Direito Ambiental Econômico como base para os padrões ESG	7
2.2 ESG: surgimento, definição e relação com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU	11
<b>3. ENQUADRAMENTO DOS TÍTULOS VERDES NA ESTRUTURA DO MERCADO FINANCEIRO</b>	15
3.1 Sistema Financeiro Nacional e as bases do direito econômico regulatório	15
3.2 Competências das autoridades monetárias e a hierarquia das normas regulatórias	19
<b>4. TÍTULOS VERDES: CARACTERÍSTICAS, ESPÉCIES E CONTRIBUIÇÃO COM O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL</b>	22
4.1 Particularidades dos títulos verdes e processo de emissão	22
4.2 Certificação de títulos verdes e os desafios de padronização dos parâmetros de sustentabilidade	26
4.3 Eficácia dos títulos verdes na concretização do desenvolvimento sustentável	32
<b>5. OS INSTRUMENTOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DA EMISSÃO DE TÍTULOS VERDES</b>	36
5.1 Resolução CVM n. 80/2022	36
5.2 Resolução CVM n. 160/2022	38
5.3 Plano de ação para a Taxonomia Sustentável brasileira	47
<b>6. ANÁLISE DOS INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS À LUZ DO DIREITO AMBIENTAL ECONÔMICO</b>	50
6.1 Aplicação das práticas ESG e do princípio do desenvolvimento sustentável na emissão de títulos verdes	50
6.2 Grau de aplicabilidade das normas de direito ambiental econômico na emissão de títulos verdes	55
<b>7. CONCLUSÃO</b>	58
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	61

## 1. INTRODUÇÃO

Atualmente, um dos maiores desafios do sistema capitalista é conciliar a atividade empresarial e seus meios de produção com a proteção e preservação do meio ambiente, promovendo equilíbrio ambiental e buscando reduzir os impactos da atividade humana no planeta. A questão tem crescido tanto que podemos observar maior preocupação quanto à sustentabilidade não somente por parte do governo, mas também por parte das empresas e dos consumidores, que levam os fatores ambientais em consideração no momento de produzir e consumir. Surgem nesse contexto os critérios ESG (*environmental, social and governance*), os quais buscam integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado, trazendo maior valorização e competitividade às empresas, além de contribuir com as metas estabelecidas pela Organização das Nações Unidas na Agenda 2030, quais sejam os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

Com a expansão do mercado financeiro, a importância conferida aos critérios ESG se intensificou, uma vez que os investidores consideram as práticas sustentáveis um critério crucial para investimento e acompanham mais de perto a atividade empresarial, o que se evidencia com a criação dos títulos verdes (ou green bonds), os quais são emitidos para financiar projetos de empresas com proposta sustentável. No entanto, frente ao fenômeno do greenwashing, determinar se uma empresa está de fato dentro dos padrões ESG, atuando em conformidade com as disposições constitucionais da ordem econômica fundada na função social da propriedade e defesa do meio ambiente (art. 170, *caput*, III e VI, da CF<sup>1</sup>), exige a devida regulação e fiscalização constante por órgãos competentes que atuem de forma transparente, com a divulgação de dados.

O presente trabalho consiste em um estudo dos órgãos responsáveis por esse monitoramento no mercado financeiro brasileiro, analisando os instrumentos de regulação e fiscalização da emissão de títulos verdes para determinar o grau de aplicabilidade das normas constitucionais e legais. Para tanto, com uma análise integrativa quanto à hierarquia de normas frente às diretrizes normativas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), será verificada a aplicação dos princípios do desenvolvimento sustentável, da precaução e da

---

<sup>1</sup> Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: III - função social da propriedade; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação.

prevenção no direito ambiental, bem como o disposto nos arts. 225<sup>2</sup> e 170, *caput*, III e VI, da Constituição Federal na emissão dos títulos verdes.

Assim, o objetivo do projeto é compreender a aplicação dos padrões ESG no mercado financeiro brasileiro, bem como pontuar sua contribuição com o desenvolvimento sustentável. A partir disso, o trabalho busca identificar quais são os instrumentos de regulação e fiscalização das políticas ESG no mercado financeiro, buscando determinar o grau de aplicabilidade das normas jurídicas na emissão de títulos verdes.

Para tanto, foi realizada pesquisa em bases teóricas e normativas, iniciando o estudo com uma pesquisa acerca do direito ambiental econômico, a fim de consolidar as bases jurídicas do trabalho. Em seguida, houve um aprofundamento da contextualização do ESG e um estudo sobre a estrutura do mercado financeiro, cujo objetivo foi compreender onde os títulos verdes se inserem. Com essas bases consolidadas, passou-se propriamente ao estudo dos títulos verdes, que envolveu ampla análise de dados por meio de relatórios de instituições especializadas e diversos artigos científicos de Economia. Por fim, foram selecionados os principais instrumentos de regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes, os quais foram analisados à luz do direito ambiental econômico.

---

<sup>2</sup> Art. 225. Todos têm direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.

## 2. ESG E OS FUNDAMENTOS JURÍDICOS DO DIREITO AMBIENTAL ECONÔMICO

### 2.1 Direito Ambiental Econômico como base para os padrões ESG

A introdução do direito ambiental econômico no ordenamento jurídico brasileiro depende de uma compreensão do direito econômico e do direito ambiental, separadamente, para explorar os pontos de intersecção entre eles e desenvolver um estudo próprio dessa área intrinsecamente interdisciplinar.

O direito econômico busca unir as ciências da economia e do direito, a partir da ideia de que a teoria do direito é uma teoria política e, conseqüentemente, a teoria de direito econômico é uma teoria de política econômica<sup>3</sup>, sendo o direito responsável por normatizar essa política. Assim, as normas jurídicas trazem orientação para a política econômica, com o objetivo de enquadrá-la no ordenamento jurídico e na ideia de justiça social<sup>4</sup>, sendo essa uma relação mútua, vez que a política econômica utiliza do direito como instrumento da macroeconomia, havendo uma cooperação entre esses institutos.

A lógica desse ramo é que, dentro de um Estado de Direito, cujo fundamento de existência e regramento se encontram no âmbito jurídico, a partir da Constituição Federal, não é diferente com a ordem econômica, que está sujeita às determinações constitucionais e legais<sup>5</sup>. É claro que, dentro da ciência econômica e uma análise histórico-social, a ordem econômica existe de forma independente da organização estatal, mas o que se busca para o direito econômico é o seu enquadramento de uma perspectiva jurídica, englobando normas cujo conteúdo é capaz de efetivamente influenciar a vida econômica. Nesse sentido, FLORENZANO (2004) afirma:

[...] a ordem lógica que governa a sistematização das normas de Direito Econômico está calcada na idéia de estrutura de incentivos, segundo a qual a norma jurídica funciona como sinaleiro (encorajamento de condutas), colocando para os agentes uma disposição de estímulos, que vai direcionar suas decisões relativas à atividade econômica. (FLORENZANO, 2004, p. 45)

---

<sup>3</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 37.

<sup>4</sup> BAGNOLI, Vicente. Direito econômico, 6ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 26 set. 2023, p. 23.

<sup>5</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 40.

A natureza dessa disciplina é híbrida, mesclando direito público e privado, pois mescla interesses e relações privadas e públicas<sup>6</sup>, com o objetivo de regular as práticas econômicas tanto para concretizar a polícia econômica quanto para limitá-las, a fim de conciliar o desenvolvimento econômico com a ordem social. Na definição de Vicente Bagnoli:

Direito Econômico é a disciplina autônoma do Direito, interdisciplinar jurídica e econômica, que se ocupa do tratamento jurídico da política econômica do Estado e da relação entre os indivíduos e os agentes do mercado, para alcançar o bem-estar social e, conseqüentemente, promover o desenvolvimento socioeconômico, a partir da utilização do princípio da economicidade, traduzindo o conceito de eficiência em justiça. (BAGNOLI, 2013, p. 23)

Dentro do Direito Econômico, destaca-se princípio da livre iniciativa, consagrado nos arts. 1º, IV<sup>7</sup>, e 170, *caput*, da Constituição Federal, que se contrapõe (em uma perspectiva liberal) com a intervenção estatal na economia, já que pressupõe a não restrição da atividade econômica pelo Estado, exceto quando for estritamente necessário para a proteção da sociedade. Deve, assim, ser utilizado como parâmetro na busca pelo equilíbrio entre os interesses particulares e sociais, pois embora o texto constitucional assegure ampla liberdade de atuação econômica, essa liberdade é limitada e mitigada<sup>8</sup>, pois não significa que o Estado não pode limitá-la com a determinação de certos requisitos e condições para seu exercício, mas que ela deve se conter em limites aceitáveis<sup>9</sup>.

Nesse sentido, FIGUEIREDO (2021, p. 47) afirma que "*[...] com base no princípio da subsidiariedade, a intervenção estatal somente se fará presente onde for necessária. Nos nichos de nossa economia onde não se apontar para a necessidade de interferência do Poder Público, o mercado se autorregulará*". Ou seja, a atividade econômica é regulada pelo Estado quando necessário para preservar os interesses da coletividade, motivo pelo qual a efetivação do Direito Econômico depende de uma interpretação sistemática dos preceitos constitucionais.

O direito ambiental, por sua vez, surge após a intensificação do uso de recursos naturais, decorrente do crescimento industrial e tecnológico, a qual resultou em tamanha degradação ambiental que colocou a existência da vida humana na Terra em risco. Dessa

---

<sup>6</sup> SOUZA, Washington Peluso Albino de. Primeiras linhas de direito econômico. 5ª edição. São Paulo: LTr, 2003, p. 28.

<sup>7</sup> Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa.

<sup>8</sup> FIGUEIREDO, Leonardo V. Direito Econômico. Barueri: Grupo GEN, 2021. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530993290/>. Acesso em: 20 jun. 2023, p. 56.

<sup>9</sup> AGUILLAR, Fernando H. Direito Econômico. Barueri: Grupo GEN, 2019. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021974/>. Acesso em: 20 jun. 2023, p. 260.

forma, esse ramo da ciência jurídica vem da necessidade de preservar a própria espécie humana a partir da preservação do meio ambiente<sup>10</sup>, partindo de uma visão antropocêntrica.

Para maior compreensão da abrangência do direito ambiental, é de suma importância trazer o art. 3º, inciso I, da Lei nº 6.938/81 (Política Nacional do Meio Ambiente), que define meio ambiente como "*o conjunto de condições, leis, influências e interações de ordem física, química e biológica, que permite, abriga e rege a vida em todas as suas formas*". Nota-se que o conceito amplo de meio ambiente adotado em nosso ordenamento jurídico engloba não somente os aspectos naturais de fauna, flora, solo etc., mas também o meio ambiente cultural, econômico e social, criados pelo ser humano<sup>11</sup>, tendo sido dividido pela doutrina em quatro dimensões: meio ambiente natural, artificial, cultural e do trabalho<sup>12</sup>.

Dada sua abrangência inata, o direito ambiental comporta diversas definições em diferentes sistemas jurídicos, mas, para o presente estudo, o conceito trazido por Luís Paulo Sirvinskas parece mais apropriado:

(...) direito ambiental é a ciência jurídica que estuda, analisa e discute as questões e os problemas ambientais e sua relação com o ser humano, tendo por finalidade a proteção do meio ambiente e a melhoria das condições de vida no planeta. (SIRVINSKAS, 2022, p. 41)

Com essas premissas já consolidadas, fica clara a relação do direito econômico e direito ambiental, que se interceptam em seu compartilhado objetivo de "*buscar a melhoria do bem-estar das pessoas e a estabilidade do processo produtivo*" (DERANI, 2008, p. 58). Acontece que, apesar de se estruturarem com fundamentos constitucionais diversos - o direito econômico tendo como base o art. 170 e o direito ambiental o art. 225, ambos da Constituição Federal - sua finalidade é, essencialmente, a mesma: regular as atividades humanas para assegurar a todos qualidade de vida e dignidade.

É nesse ponto de intersecção que surge o direito econômico ambiental, conciliando ambos os ramos para que ajam em conjunto, de forma complementar, na busca pela qualidade de vida, a qual abrange tanto o bem-estar econômico<sup>13</sup>, proporcionado pela política econômica instrumentalizada no direito econômico; quanto o bem-estar físico e espiritual, decorrente do direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado. Em verdade, a divisão entre econômico

---

<sup>10</sup> ANTUNES, Paulo de B. Direito Ambiental. São Paulo: Grupo GEN, 2023. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559773787/>. Acesso em: 26 set. 2023.

<sup>11</sup> RAMOS, Erasmo Marcos. Direito ambiental comparado Brasil-Alemanha-EUA: uma análise exemplificada dos instrumentos ambientais brasileiros à luz do direito comparado. Maringá: Midiograf II, 2009, p. 58.

<sup>12</sup> D'ISEP, Clarissa. Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 79-84.

<sup>13</sup> *Ibidem*, p. 48.

e ambiental acaba sendo meramente teórica, pois na prática seus preceitos são indissociáveis, vez que não é possível criar uma política ambiental sem considerar a atividade econômica ou uma política econômica sem considerar a relação produção-natureza<sup>14</sup>. Sobre essa relação, ANTUNES (1992) constata:

O direito econômico, como se viu, é fundamentalmente um instrumento de intervenção estatal na ordem econômica e financeira. O direito ambiental, que é direito econômico, não poderia ser diferente. Na qualidade de direito econômico, o direito do meio ambiente é dotado de instrumentos específicos que o capacitam a atuar na ordem econômica, de molde a configurar um determinado padrão de desenvolvimento. (ANTUNES, 1992, p. 318)

Por isso, para efetivar os princípios trazidos nos arts. 170 e 225 da Constituição Federal, devemos superar essa visão setorializada. Merecem destaque, neste momento, os princípios da prevenção e do desenvolvimento sustentável.

O princípio da prevenção surge da ideia de que os efeitos de um dano ambiental tomam proporções inimagináveis por tempo indeterminado, pois a restauração natural do meio ambiente é um processo demorado que envolve todo o ciclo ecológico. Torna-se necessário, portanto, tomar medidas para evitar ao máximo o dano ambiental (que por vezes é irreversível), antecipando sua ocorrência. Portanto, a prevenção parte do conhecimento científico de que determinada ação/atividade causa determinado dano, adotando práticas que mitiguem esse risco, de modo a prevenir o dano, como o próprio nome já diz.

É o princípio basilar do direito ambiental, já que a efetiva proteção do meio ambiente depende da preservação de seu estado natural, de forma que *"a prevenção deve constituir-se em regra e a reparação em exceção"* (D'ISEP, 2009, p. 63). Merece menção o princípio da precaução, que consiste em uma expansão da prevenção, só que contra riscos incertos ou desconhecidos de dano ambiental, não plenamente conhecidos pela ciência. Note-se que, ao mitigar os riscos ambientais decorrentes da atividade econômica, a prevenção efetiva o desenvolvimento sustentável, como se verá adiante.

O princípio do desenvolvimento sustentável está consagrado no art. 225 da Constituição Federal ao determinar o dever estatal e social de defender e preservar o meio ambiente para as "presentes e futuras gerações". O art. 170, VI, da CF também traz esse princípio dentro da ordem econômica, ao incluir a defesa do meio ambiente como aspecto fundamental da atividade econômica, prezando pela harmonização entre eles. A nível

---

<sup>14</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 68.

infraconstitucional, destaca-se o art. 4º, I e VI, da Lei nº 6.938/81<sup>15</sup>, o qual preza pela compatibilização do desenvolvimento econômico com a preservação do meio ambiente a fim de assegurar sua qualidade e disponibilidade permanente de recursos.

A origem desse princípio remonta à Conferência de Estocolmo de 1972, quando Maurice Strong, Secretário-Geral da ONU à época, utilizou o termo "ecodesenvolvimento", mas foi apenas na Rio-92 que se estabeleceram as bases para alcançá-lo<sup>16</sup>. O desenvolvimento sustentável busca equilibrar a balança entre o econômico e o ecológico, conciliando-os e possibilitando que prosperem simultaneamente. Para que isso aconteça, é inevitável que ambas as partes tenham que ceder, em busca do pleno bem-estar social, motivo pelo qual Derani<sup>17</sup> afirma haver uma valoração dos recursos ambientais, para que se faça uma opção política quanto à estratégia de risco a ser adotada, priorizando determinados bens ambientais. Todavia, nesse processo, não se pode perder a visão do todo, visto que o sistema ecológico está interligado, devendo a política ambiental avaliar os riscos e efeitos da atividade econômica numa perspectiva global e unificada, à luz do princípio da dignidade humana, contemplando aspectos ambientais, sociais e econômicos.

## **2.2 ESG: surgimento, definição e relação com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU**

O termo ESG (*environmental, social and governance*) surge dentro desse contexto jurídico-econômico, pela necessidade de adotar nas práticas do mercado uma visão global e integradora de sustentabilidade, sob a premissa de que o desenvolvimento econômico se concretiza apenas com o desenvolvimento sustentável. Ele faz referência ao comprometimento dos agentes econômicos em três dimensões da sustentabilidade (ambiental, social e governança), direcionando a atuação empresarial no mercado com maior transparência.

Interessante apresentar a leitura de que "*na própria sigla ESG, 'ambiental' e 'social' aparecem como adjetivos do substantivo 'governança'*"<sup>18</sup>, de maneira que as dimensões

<sup>15</sup> Art 4º - A Política Nacional do Meio Ambiente visará: I - à compatibilização do desenvolvimento econômico-social com a preservação da qualidade do meio ambiente e do equilíbrio ecológico; VI - à preservação e restauração dos recursos ambientais com vistas à sua utilização racional e disponibilidade permanente, concorrendo para a manutenção do equilíbrio ecológico propício à vida.

<sup>16</sup> CAMARGO, Ana Luiza de Brasil. Desenvolvimento sustentável: dimensões e desafios. Campinas: Papirus, 2003, p. 66-68.

<sup>17</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 121.

<sup>18</sup> YOSHIDA, Consuelo; VIANNA, Marcelo; KISHI, Sandra (Coord). Finanças sustentáveis: ESG, compliance, gestão de riscos e ODS. 2022. E-book. Disponível em: [http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_servicos\\_produtos/](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/)

ambiental e social seriam qualificadoras da governança corporativa. Afinal, a concretização de uma política socioambiental depende de uma gestão organizada, efetiva e transparente. Nesse sentido:

A concepção jurídica de governança aqui considerada implica **transparência ativa**, sob o primado de políticas públicas de participação e de efetividade de justiça socioambiental de participação. Portanto, o conceito de governança ESG invoca o fortalecimento da cultura de governança corporativa que **internalize os custos da evitação dos riscos ambientais e sociais, assim como os da prevenção do dano ambiental (...)**. (YOSHIDA e col., 2022, p. 72; grifo nosso)

É importante destacar que quando falamos de "critérios" ou "padrões"<sup>19</sup> ESG não nos referimos a um conjunto pré-determinado de regras em que o enquadramento das práticas econômicas dentro desse conceito depende de um *checklist* específico. A ideia de ESG é trazer uma perspectiva quântica<sup>20</sup> tridimensional à gestão empresarial, ou seja, adotar uma política ESG significa aplicar conjuntamente e simultaneamente os fatores ambiental, social e de governança em suas práticas. Dessa forma, normas ESG devem ser entendidas como aquelas que trazem exigências cuja abordagem se relaciona com uma de suas dimensões, visando (a) a proteção do meio ambiente; (b) respeito aos direitos humanos e desenvolvimento social; (c) gestão transparente e eficiente.

Embora o termo ESG tenha surgido em 2004, na publicação "*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*" do Pacto Global da ONU e do Banco Mundial, ou seja, antes mesmo da adoção dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável pela ONU em 2015, atualmente seu conceito e aplicação são indissociáveis. Afinal, os critérios ESG buscam, em última análise, justamente o desenvolvimento sustentável a que os ODS se propõem a cumprir, sendo que "*padrões e critérios ambientais, sociais e de governança referem-se à adoção de medidas proativas de integridade por governanças corporativas, públicas ou privadas, à luz de diretrizes ESG e numa agenda que deve coincidir com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)*" (YOSHIDA e col., 2022, p. 71).

A ONU define os ODS como "*um apelo global à ação para acabar com a pobreza, proteger o meio ambiente e o clima e garantir que as pessoas, em todos os lugares, possam*

---

BibliotecaDigital/BibDigitalLivros/TodosOsLivros/Financas-sustentaveis%3DESG.pdf. Acesso em: 29 jul. 2023, p. 72.

<sup>19</sup> YOSHIDA, Consuelo; VIANNA, Marcelo; KISHI, Sandra (Coord). Finanças sustentáveis: ESG, compliance, gestão de riscos e ODS. 2022. E-book. Disponível em: [http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_servicos\\_produtos/BibliotecaDigital/BibDigitalLivros/TodosOsLivros/Financas-sustentaveis%3DESG.pdf](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/BibliotecaDigital/BibDigitalLivros/TodosOsLivros/Financas-sustentaveis%3DESG.pdf). Acesso em 29 jul. 2023, p. 71.

<sup>20</sup> Utiliza-se o termo "quântico", emprestado da física, para demonstrar que, tal como se entende na física quântica, as múltiplas dimensões existem simultaneamente e interagem entre si, sendo indissociáveis.

*desfrutar de paz e de prosperidade*<sup>21</sup>, sendo cada um dos 17 ODS um direcionamento para que a Agenda 2030 seja cumprida, agenda esta que o Brasil se comprometeu a cumprir na Assembleia Geral das Nações Unidas de 2015.

A fim de posicionar o papel do ESG na consecução dos objetivos da Agenda 2030, cruciais para a interpretação e evolução do ordenamento jurídico brasileiro, selecionamos alguns objetivos e metas cuja relação é evidente, apesar de haver enquadramento em praticamente todos os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, quais sejam: ODS 8 (trabalho decente e crescimento econômico), 9 (indústria, inovação e infraestrutura) e 12 (consumo e produção responsáveis).

Dentro do ODS 8, mostrou-se claro o papel do ESG na meta 8.4, em que o foco é a melhora da eficiência dos recursos globais no consumo e na produção, buscando dissociar o crescimento econômico da degradação ambiental, que é justamente a proposta dos critérios ESG.

Quanto ao ODS 9, é preciso dar destaque à meta 9.4, a qual tem como finalidade a modernização da infraestrutura e reabilitação das indústrias para torná-las sustentáveis, com maior adoção de tecnologias e processos industriais limpos e ambientalmente corretos. Como os critérios ESG contribuem com o desenvolvimento de projetos de tecnologia sustentável e incentivam as empresas a buscar meios de produção menos danosos ao meio ambiente, é promissora sua atuação no cumprimento da referida meta.

No ODS 12, apesar de as políticas ESG auxiliarem em mais de uma meta, dependendo de sua finalidade e direcionamento, a meta 12.6 mostrou-se a mais evidente, vez que busca incentivar as empresas a adotar práticas sustentáveis e a integrar informações de sustentabilidade em seu ciclo de relatórios. Isso porque o enquadramento da empresa dentro dos padrões ESG incentiva a adoção de práticas sustentáveis por meio de determinados benefícios, como o fiscal, conforme se verifica pelo Decreto nº 8.874/2016 no que tange aos projetos de tecnologia para geração de energia renovável.

Atualmente, com a expansão do mercado financeiro, a importância conferida aos critérios ESG nesse setor se intensificou, tanto é que a BlackRock, maior empresa de gestão de ativos e investimentos do mundo, foi uma das primeiras a adotar práticas ESG<sup>22</sup>. Isso porque os investidores consideram as práticas sustentáveis um critério crucial para investimento, vez que mitigam os riscos ambientais e sociais, e acompanham mais de perto a

---

<sup>21</sup> ONU. Agenda 2030. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/pos2015/agenda2030/>. Acesso em: 03 mar. 2022.

<sup>22</sup> BLACKROCK. Larry Fink CEO Letter. 2020. Disponível em: <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 15 set. 2022.

atividade empresarial, o que se evidencia com a criação dos títulos verdes (*green bonds*), os quais são emitidos para financiar projetos de empresas com proposta sustentável. É inequívoco que os títulos verdes decorrem do ESG, pois são uma forma de concretizá-lo, já que o financiamento de projetos sustentáveis, a fim de tornar a empresa "mais verde", faz com que elas se alinhem aos princípios ESG.

Os dados analisados nos relatórios do Banco Central do Brasil<sup>23</sup> e do Pacto Global<sup>24</sup>, referentes à evolução do ESG no Brasil, demonstram inequivocamente que nos últimos anos houve um aumento na preocupação de adequação aos seus critérios tanto por parte das empresas quanto dos consumidores e investidores. Isso se deve aos benefícios diretos e indiretos à empresa que adotar os padrões ESG, tal como a facilidade na captação de recursos, mitigação de riscos e indicação de solidez e comprometimento sustentável perante os investidores, fatores esses que conferem maior segurança e igualmente motivam os *stakeholders*. No entanto, determinar se uma empresa está de fato aplicando os padrões ESG em sua gestão e na emissão de títulos verdes exige a devida regulação e fiscalização constantes por órgãos competentes que atuem de forma transparente, com a divulgação de dados.

---

<sup>23</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorio-risco-oportunidade>. Acesso em: 05 mar. 2022.

<sup>24</sup> PACTO GLOBAL; STILINGUE. A evolução do ESG no Brasil. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 05 mar. 2022.

### 3. ENQUADRAMENTO DOS TÍTULOS VERDES NA ESTRUTURA DO MERCADO FINANCEIRO

#### 3.1 Sistema Financeiro Nacional e as bases do direito econômico regulatório

A fim de analisar a inserção dos critérios ESG no mercado financeiro, em especial no que tange aos títulos verdes, é preciso compreender a extensão e funcionamento desse mercado. Para tanto, iniciaremos com um estudo do Sistema Financeiro Nacional (SFN), consagrado no art. 192 da Constituição Federal<sup>25</sup>.

Referido artigo estabelece como objetivo do sistema financeiro promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade. A previsão constitucional do SFN é muito restrita, reduzindo-se, após a EC nº 40/2003, ao sucinto *caput*, o qual prevê a criação de lei complementar que o regule. Acontece que referida lei não foi criada após a promulgação da Constituição Federal de 1988, tendo sido as leis ordinárias que tratam do SFN, anteriores à CRFB/88, recepcionadas com *status* de lei complementar<sup>26</sup>. Por isso, o SFN se estrutura principalmente pela Lei nº 4.595/64 (estrutura e regula o sistema financeiro nacional), Lei nº 4.728/65 (disciplina o mercado de capitais) e a Lei nº 6.385/76 (disciplina sobre o mercado de valores mobiliários)<sup>27</sup>.

Essas leis constituíram como autoridades monetárias, que compõem a divisão normativa do sistema financeiro, o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo esta última considerada uma autoridade de apoio<sup>28</sup>. Sobre suas funções institucionais, afirmam os economistas Armando Filho e Sérgio Ishiwaka, em sua obra "Mercado Financeiro e de Capitais":

Em linhas gerais, as autoridades monetárias procuram **disciplinar o mercado financeiro**, a fim de evitar abusos, e colocar em prática a política emanada do governo federal. Podemos ainda dizer que a principal função das autoridades monetárias é salvaguardar o valor da moeda nacional e a **confiança geral do sistema financeiro**. Já as autoridades de apoio lidam com um contexto de financiamento mais específico (setorialmente ou operacionalmente) do que macroeconômico. (MELLAGI FILHO; ISHIKAWA, 2008, p. 116; grifo nosso)

<sup>25</sup> Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

<sup>26</sup> ZANOTTA, Alexandre. Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2005, p. 25.

<sup>27</sup> MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. Mercado financeiro e de capitais. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2008, p. 114.

<sup>28</sup> *Ibidem*, p. 116.

De forma simplificada, Otavio Yazbek diz que *"a função básica do sistema financeiro é a de mobilizar e canalizar recursos para atividades produtivas"*<sup>29</sup>. O jurista traz o termo "mercado financeiro" como gênero, cujas espécies são o "mercado financeiro em sentido estrito" (mercado de crédito ou mercado bancário) e o "mercado de capitais". No primeiro, há uma intermediação no processo de financiamento pelas instituições bancárias, que se colocam entre o investidor e o beneficiário do investimento. Já no mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários<sup>30</sup>, o financiamento é direto entre o prestador de recursos e o beneficiário, através da aquisição de valores mobiliários (ações, debêntures etc.<sup>31</sup>) emitidos pelo beneficiário.

É a partir dessas espécies de mercado financeiro que as autoridades monetárias foram criadas, sendo o escopo do BCB o mercado de crédito e da CVM o mercado de capitais, com o CMN como autoridade máxima do mercado financeiro *lato sensu*. Portanto, quando se trata de regulação e fiscalização do mercado financeiro, esses são os principais órgãos a serem considerados. Antes, porém, de destrinchar seu funcionamento e funções, de rigor delimitarmos o escopo do presente estudo com o conceito e pressupostos de "regulação" que trataremos a seguir.

Para melhor compreender a regulação, é preciso esclarecer sua origem: com o avanço da indústria e das tecnologias num contexto globalizado, houve um aumento dos riscos gerados pela atividade econômica, de maneira que toda a sociedade passou a suportá-los, e não apenas os agentes privados, tal como os riscos ambientais e à saúde pública. Impõe-se, assim, a regulação externa das atividades financeiras, via de regra estatal, a fim de proteger a sociedade e o próprio sistema financeiro<sup>32</sup>.

Ou seja, a regulação surge de uma necessidade de intervenção estatal na atividade econômica, buscando preservá-la e proteger os interesses sociais difusos. Para EIZIRIK (2008), *"a regulação constitui uma função administrativa, que não decorre da prerrogativa do poder político, e sim da 'abertura' da lei para que o agente regulador pondere, de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, sejam eles potenciais ou efetivos"*<sup>33</sup>. Temos, assim, que atividade regulatória é o estabelecimento de regras específicas de

<sup>29</sup> YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 132.

<sup>30</sup> EIZIRIK, Nelson e col. Mercado de capitais: regime jurídico. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 8

<sup>31</sup> O art. 2º da Lei nº 6.385/76 traz o elenco de valores mobiliários.

<sup>32</sup> YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 176.

<sup>33</sup> EIZIRIK, Nelson e col. Mercado de capitais: regime jurídico. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 255; grifo nosso.

comportamento, enquanto a fiscalização, parte essencial desse processo, visa certificar que essas regras estão sendo observadas.

Cumprе mencionar que no processo de evolução do Estado de Direito, muito se discutiu sobre a legitimidade do poder regulatório do Executivo e a função normativa a ele inerente, tendo em vista o princípio da separação de poderes e as atribuições normativas do Poder Legislativo. A esse respeito, DALLARI (2016) afirma que

(...) a separação de poderes foi concebida num momento histórico em que se pretendia limitar o poder do Estado e reduzir ao mínimo sua atuação. Mas a evolução da sociedade criou exigências novas, que atingiram profundamente o Estado. Este passou a ser cada vez mais solicitado a agir, ampliando sua esfera de ação e intensificando sua participação nas áreas tradicionais. Tudo isso impôs a **necessidade de uma legislação muito mais numerosa e mais técnica, incompatível com os modelos da separação de poderes**. O legislativo não tem condições para fixar regras gerais sem ter conhecimento do que já foi ou está sendo feito pelo executivo e sem saber de que meios este dispõe para atuar. O executivo, por seu lado, não pode ficar à mercê de um lento processo de elaboração legislativa, nem sempre adequadamente concluído, para só então responder às exigências sociais, muitas vezes graves e urgentes. (DALLARI, 2016, p. 218; grifo nosso)

Foi nesse contexto e à vista da necessidade de criação de normas mais específicas e flexíveis que surgiu o poder regulatório, através do qual surgem funções diferentes daquelas reservadas ao Poder Legislativo. Afinal, a função legislativa é uma espécie de função normativa, e dentro desta última está também a função regulatória, reservada ao Poder Executivo. Não há, portanto, de se falar em invasão ou delegação de competência, uma vez que se tratam de competências diferentes.

Tanto é que o ex-Ministro do Supremo Tribunal Federal, Célio Borja, no julgamento do Conflito de Atribuições n. 35, reforça a ideia de que função regulatória é uma espécie da função normativa própria do Poder Executivo:

(...) O cartesianismo da classificação exaustiva das funções do Estado, fundado na suposição de que todas as atividades e atos dos poderes públicos inserir-se-iam numa das três espécies, logo defrontar-se-ia, historicamente, com a impossibilidade organizacional de deferir a um único órgão a exclusividade de um só tipo de atuação, e com o imperativo existencial do surgimento de novos e diferenciados encargos do Estado, notadamente o de **tutelar relações econômicas de natureza privada, através do exercício dos chamados poderes regulatórios**.

Esses revestem, simultaneamente, a natureza do poder de polícia e da atividade normativa; daquele porque visam a tutela de certos bens individuais e sociais, mediante atos que se exaurem quando alcançados o seu fim imediato, participam, também, de algumas notas do conceito de norma, especialmente a da generalidade, quando alcançam uma pluralidade de sujeitos e lhes conferem direitos e lhes **impõem deveres e obrigações**, sempre com vistas à consecução dos fins referidos. (...) Logo se perceberá em cada um deles (art. 4º) a natureza regulatória a que, acima, aludiu-se. Porque **são atos de competência da Administração** e seu conteúdo se aproxima do que é próprio do poder de polícia, não há que ver neles,

*data venia*, o objeto de uma delegação legislativa, pois não se pode dar a outrem o que não se possui. (BRASIL. Supremo Tribunal Federal, Conflito de Atribuições n. 35, do Tribunal Pleno. Suscitantes: Banco Brasileiro de Descontos S/A e outros. Suscitados: Juiz de Direito da 2ª Vara Cível da Comarca da capital do Estado do Rio de Janeiro, Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil. Agravante: Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro. Relator: Ministro Sydney Sanches. Brasília, DF, 2 de dezembro de 1987, p. 81-82 *apud* SANT'ANA, 2010; grifo nosso)

Essas nuances foram consolidadas na Constituição Federal de 1988, em especial no art. 174, *caput*, ao estabelecer que *"como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado"*. Dessa forma, ao conferir ao Estado a função de agente normativo e regulador da atividade econômica, esse artigo se torna o fundamento constitucional do poder regulatório do Executivo. Importante ressaltar, no entanto, que como qualquer função estatal, ela não é absoluta; para que essa regulação seja válida, a lei precisa atribuir essa competência específica aos órgãos do Poder Executivo<sup>34</sup>, em consonância com o princípio da legalidade da Administração Pública (art. 37, *caput*, CF<sup>35</sup>).

No que tange especificamente à regulação no mercado financeiro, Otavio Yazbek afirma que a intervenção estatal *"se dá predominantemente por 'direção', ou seja, pelo estabelecimento de 'mecanismos e normas de comportamento compulsório' para os agentes que ali operam"*<sup>36</sup>. Ou seja, a regulação financeira pode então ser resumida em normas que direcionam a atividade dos agentes atuantes no mercado financeiro ao impor-lhes determinados comportamentos, tendo em vista as modalidades de riscos e formas de administração.

De uma perspectiva socioeconômica, o objetivo da regulação é determinar, controlar ou influenciar o comportamento dos agentes econômicos para garantir maior eficiência e bem-estar social, sendo necessária *"uma estrutura de incentivos, de fácil implementação (baixo custo), para alinhar a conduta dos agentes (regulados) com o desejo do principal (regulador)"* (VIEGAS; MACEDO, 2010, p. 102), devendo prezar sempre pela transparência para conferir maior segurança ao mercado e, evidentemente, ter em vista os interesses sociais definidos na Constituição Federal para orientar os agentes em direções socialmente desejáveis (ZANOTTA, 2005, p. 47).

<sup>34</sup> ZANOTTA, Alexandre. Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2005, p. 25.

<sup>35</sup> Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...]

<sup>36</sup> YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 179.

### 3.2 Competências das autoridades monetárias e a hierarquia das normas regulatórias

Com essas premissas já consolidadas, passamos ao exame do funcionamento e funções das autoridades monetárias, responsáveis pela regulação e fiscalização do mercado financeiro, quais sejam o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O Conselho Monetário Nacional integra o Ministério da Fazenda e é a autoridade máxima do mercado financeiro, englobando tanto o mercado de crédito quanto o de capitais, responsável por estabelecer normas e limites ao sistema financeiro, fornecendo as principais diretrizes de política econômica aos demais órgãos reguladores. É um órgão normativo, sem função executiva, enquanto o BCB e a CVM funcionam como órgãos executores das Resoluções do CMN. Conforme apontado por Otavio Yazbek, *"se o CMN é entidade deliberativa e normativa por definição, cabe ao BCB e à CVM realizar sobretudo os atos de execução das regras e políticas por ele definidas, dentro de suas respectivas esferas de competência"*<sup>37</sup>.

O art. 4º da Lei n. 4.595/64 determina as competências do Conselho Monetário Nacional, dentre as quais: estatuir normas para as operações das instituições financeiras públicas; disciplinar as atividades das Bolsas de Valores; regular o funcionamento e fiscalização de estabelecimentos bancários, sociedades de crédito, financiamento e investimentos, bolsas de valores, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras, nos termos do art. 18, § 1º, da Lei n. 4.595/64.

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal responsável por disciplinar as instituições financeiras e *"zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade"*<sup>38</sup>. Dentro do Sistema Financeiro Nacional (SFN), assume a função reguladora no âmbito do mercado de crédito, atuando não somente como executor da política econômica do CMN (art. 9º da Lei n. 4.595/64), mas também como gestor do SFN, a partir da edição de normas e da fiscalização das instituições financeiras,

---

<sup>37</sup> *Ibidem*, p. 200.

<sup>38</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gov.br. Página "Quem somos". Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/rig21-quemsomos>. Acesso em: 18 jun. 2023.

incumbindo-lhe inclusive a autorização para funcionamento destas e a aplicação de penalidades<sup>39</sup>, nos termos do art. 10, IX e X, da Lei n. 4.595/64.

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal em regime especial, com *status* de agência reguladora<sup>40</sup>, responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários (ou mercado de capitais). Dentro dessa competência, possui função normativa e fiscalizadora, utilizando seu poder de polícia para coibir atos danosos ao mercado, em prol do interesse público. Detém, portanto, poder normativo e executivo. Sobre o fundamento de validade desses poderes, EIZIRIK (2008) destaca:

Em determinadas áreas em que o interesse público se revela patente, mesmo as relações puramente privadas deverão ser reguladas. A ação estatal passa, dessa forma, a induzir o comportamento dos particulares à produção de resultados úteis à coletividade - diga-se, comportamentos estes que, sem o necessário estímulo, diriam respeito tão-somente à maximização dos lucros dos agentes privados. (EIZIRIK e col., 2008, p. 252)

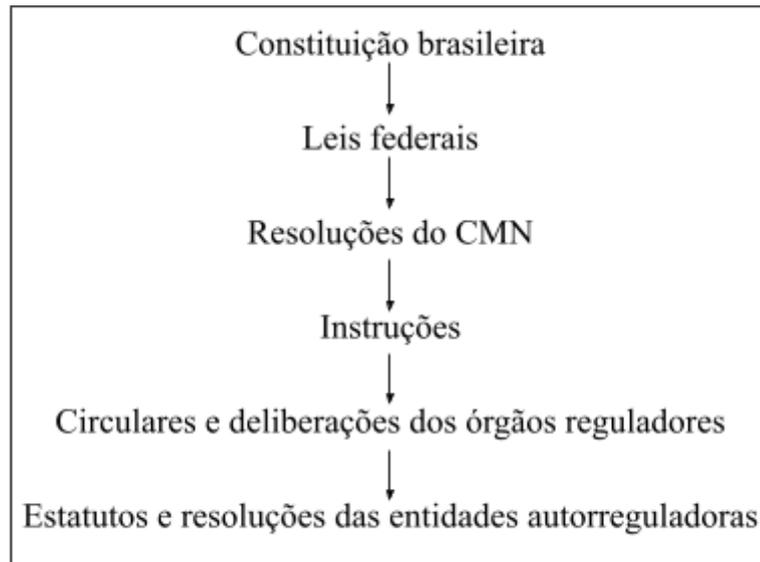
Dentre as competências da CVM previstas nos arts. 1º e 8º da Lei n. 6.385/76, destacamos: a regulamentação e fiscalização da emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; do funcionamento das operações das Bolsas de Valores; da auditoria das companhias abertas; dos serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Além disso, o art. 8º, I, da Lei n. 6.385/76 permite à CVM, inclusive, o estabelecimento de padrões de cláusulas e condições a serem adotadas nos títulos ou contratos de investimento, podendo a CVM recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões, com fulcro no art. 2º, § 3º, IV, da referida lei.

É crucial para o enquadramento no ordenamento jurídico das normas regulatórias expedidas por esses órgãos uma análise de sua hierarquia normativa dentro dos instrumentos de regulação. Temos, em ordem decrescente de hierarquia, a Constituição Federal, as leis federais, as resoluções do CMN, as instruções (ou resoluções de órgãos financeiros inferiores, como o BCB e a CVM), circulares e deliberações dos órgãos reguladores, estatutos e resoluções das entidades autorreguladoras.

Figura 1 - Hierarquia dos instrumentos de regulação

<sup>39</sup> MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. Mercado financeiro e de capitais. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2008, p. 121.

<sup>40</sup> EIZIRIK, Nelson e col. Mercado de capitais: regime jurídico. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 244.



Fonte: CALADO, 2009, p. 30.

Como o presente estudo tem como objeto a análise da regulação e fiscalização da emissão de títulos verdes, de rigor estabelecer onde eles se inserem no mercado financeiro. A natureza dos títulos verdes, que será pormenorizada mais adiante, é de valor mobiliário, conforme o art. 2º da Lei n. 6.385/76. Isso significa que eles integram o mercado de capitais, o qual *"representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas"* (PINHEIRO, 2019, p. 158). A partir dessa definição, o mercado de capitais é dividido em primário e secundário, sendo que a emissão de títulos e consequente capitalização das empresas se dá no mercado primário, enquanto o mercado secundário confere liquidez aos títulos emitidos por meio de sua negociação e troca de propriedade. Logicamente, como a Comissão de Valores Mobiliários é responsável pela regulação do mercado de capitais, os títulos verdes estão sujeitos ao seu controle.

A partir dessas considerações sobre a estrutura e funcionamento do mercado financeiro, passamos propriamente ao estudo dos títulos verdes e seus efeitos no mercado.

## 4. TÍTULOS VERDES: CARACTERÍSTICAS, ESPÉCIES E CONTRIBUIÇÃO COM O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

### 4.1 Particularidades dos títulos verdes e processo de emissão

Definir os títulos verdes (*green bonds*) é crucial para enquadrá-los devidamente no mercado de capitais e, conseqüentemente, delimitar as normas regulatórias que o abrangem e os órgãos responsáveis por fiscalizar sua emissão. Tratam-se de títulos temáticos ESG, com foco no fator ambiental da sigla, e se caracterizam como títulos de dívida (títulos de renda fixa<sup>41</sup>) cujo objetivo é financiar projetos sustentáveis, que geram impacto ambiental positivo. A ideia elementar de um título de dívida é que a empresa o emite para arrecadar recursos com o fim de financiar grandes investimentos, devolvendo posteriormente o valor pago pelo investidor acrescido de juros. Um título de dívida convencional se diferencia de um título verde porque os recursos arrecadados devem necessariamente estar vinculados a um projeto que visa a sustentabilidade. Para elucidar melhor a questão: uma empresa busca investir em energia renovável, mas não possui os recursos necessários para tanto; ela pode, então, emitir um título verde para arrecadar esses recursos com sua venda.

O quadro abaixo sintetiza as semelhanças e diferenças dos títulos de dívida convencionais e os títulos verdes.

Quadro 1 - Comparação entre títulos verdes e convencionais

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

<sup>41</sup> Diferenciam-se das ações, que são títulos de renda variável e, portanto, menos previsíveis aos investidores (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. Mercado de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 52).

Fonte: FEBRABAN; CEBDS, 2016, p. 7.

Esses títulos podem tomar diversas formas, tal como debêntures, debêntures de infraestrutura, certificado de recebíveis imobiliários (CRI) e certificado de recebíveis do agronegócio (CRA), já que podem ser utilizadas quaisquer espécies de títulos de dívida, cada qual com sua natureza e características próprias. Na emissão de títulos verdes no Brasil, predominam as debêntures, que representaram 68% das emissões entre 2016 e 2021<sup>42</sup>. Ao presente estudo, no entanto, não é relevante adentrar nas diferenças entre eles, uma vez que o objeto da pesquisa são os títulos verdes como um todo e, no que tange à sua emissão como título "verde", a regulação é a mesma.

Como a característica intrínseca de um título verde é a vinculação dos recursos obtidos na venda a um projeto sustentável, cujo objetivo é melhorar o desempenho ambiental da empresa, é interessante apontar a abrangência dos possíveis projetos de financiamento, que podem incluir, entre outros: energia renovável, eficiência energética, prevenção e controle de poluição, transporte limpo, adaptação às mudanças climáticas, gestão sustentável dos recursos naturais e hídricos, conservação da biodiversidade, produtos e tecnologias de produção ecoeficientes<sup>43</sup>.

Quanto ao perfil dos emissores, no Brasil, o setor de energia elétrica foi responsável por quase metade das emissões entre 2016 e 2021, conforme dados coletados pelo Banco Central do Brasil<sup>44</sup>, havendo certa carência nos demais setores, em especial a indústria e comércio, confira:

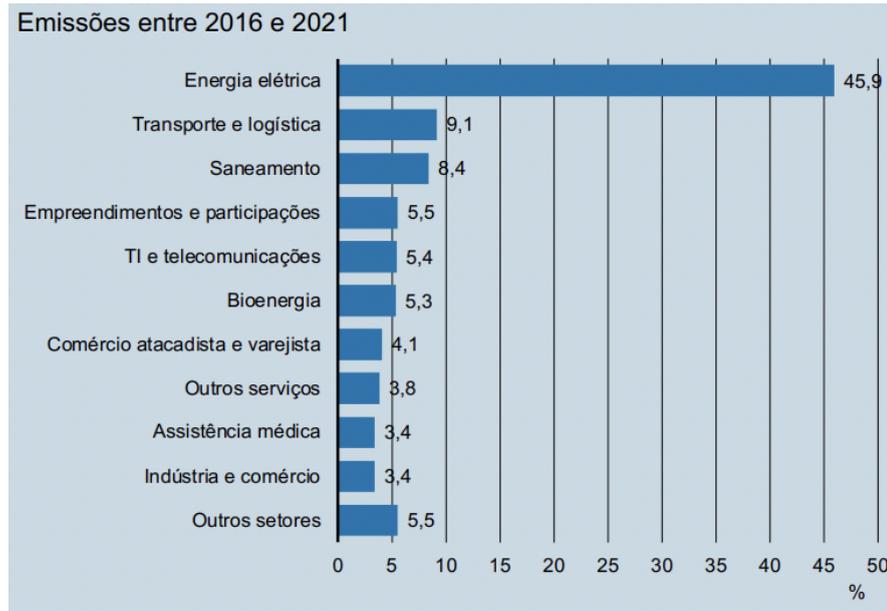
Gráfico 1 - Distribuição das emissões de títulos sustentáveis no mercado doméstico por setor econômico

---

<sup>42</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária. 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2021](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021). Acesso em: 05 ago. 2023.

<sup>43</sup> FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS (FEBRABAN); CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL (CEBDS). Guia para emissão de títulos verdes no Brasil. 2016. Disponível em: [https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS\\_Guia-emissao-titulos-verde\\_PT\\_2016.pdf](https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS_Guia-emissao-titulos-verde_PT_2016.pdf). Acesso em: 05 ago. 2023.

<sup>44</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária. 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2021](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021). Acesso em: 05 ago. 2023.



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021, p. 78.

O processo de emissão de um título verde pode ser dividido em três etapas: pré-emissão, emissão e pós-emissão. Na primeira delas, o emissor deve avaliar as condições e tendências de mercado para, então, definir a estratégia de emissão do título, considerando o tipo de instrumento financeiro mais adequado e as características do público-alvo. Depois, deverá preparar a oferta de emissão e colocar o título no mercado, devendo, após a emissão, monitorar o uso dos recursos captados e reportar periodicamente aos investidores sobre o desempenho do projeto financiado pelo título verde.

Figura 2 - Etapas típicas da emissão de títulos verdes

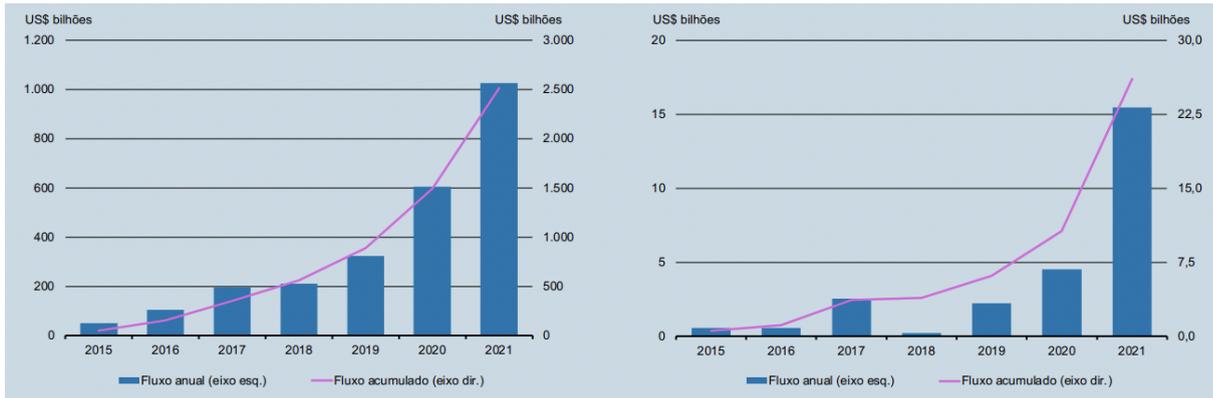


Fonte: FEBRABAN; CEBDS, 2016, p. 13.

Trata-se de um instrumento de mercado relativamente novo, uma vez que o primeiro título verde foi emitido no mercado internacional em 2007 pelo European Investment Bank (EIB), para financiar projetos de eficiência energética e energia renovável. Nos últimos anos, observou-se um aumento significativo de emissões a nível global e nacional (vide o Gráfico 2), o que se deve, em última análise, à promessa de efetivar o desenvolvimento sustentável, proporcionando crescimento econômico no processo de transição verde das empresas, que buscam cada vez mais melhorar seu desempenho ambiental. Isso porque, com a intensificação da degradação ambiental, do aquecimento global e dos desastres naturais deles decorrentes, os investidores têm mostrado maior interesse em empresas sustentáveis, que causam menor impacto ambiental negativo, adequando-se aos padrões ESG<sup>45</sup>.

Gráfico 2 - Emissões de títulos sustentáveis globais (esquerda) e nacionais (direita)

<sup>45</sup> Pesquisa recente da CVM com um grupo diverso de investidores apontou que 94% deles tinham algum tipo de conhecimento sobre os critérios ESG e, dentre os conhecedores, 64% os considera em suas escolhas de investimentos. Fonte: ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. A agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf/view>. Acesso em: 18 jun. 2023.



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021, p. 80.

## 4.2 Certificação de títulos verdes e os desafios de padronização dos parâmetros de sustentabilidade

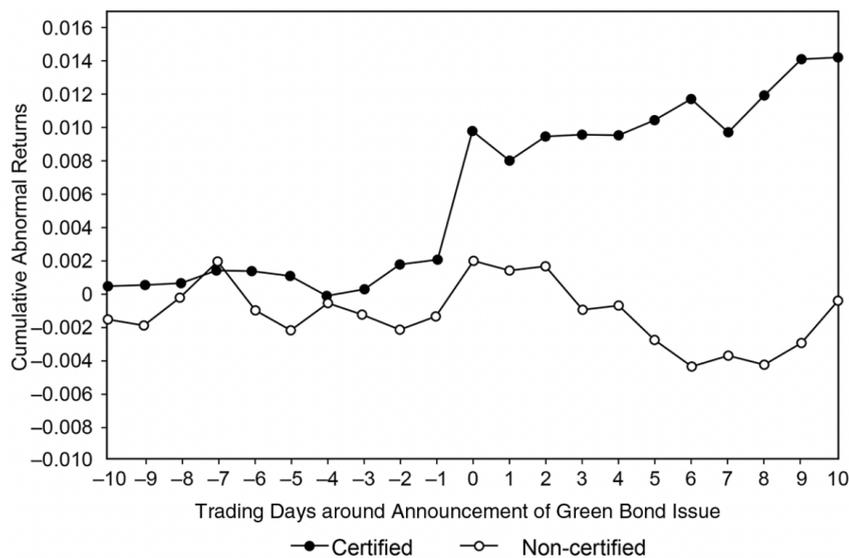
É imprescindível, no entanto, uma ressalva: para que os investidores efetivamente participem desse mercado, não basta o interesse nas questões ambientais, eles precisam de indicadores de segurança e confiabilidade no investimento<sup>46</sup>, motivo pelo qual a transparência e a ampla divulgação de informações relativas ao título é crucial. É exatamente nesse ponto que surgem as certificações de *green bonds*, como a *Climate Bonds Standard & Certification Scheme*, que avaliam o título para verificar se realmente cumpre os requisitos necessários para ser classificado como "verde", comumente com base nos parâmetros estabelecidos pelos *Green Bond Principles* (GBP) da International Capital Market Association (ICMA) e pelos *Climate Bond Standards* (CBS), que trazem maior integridade ao certificado.

O processo de certificação ocorre, essencialmente, em duas fases, uma pré-emissão e uma pós-emissão: primeiro, há uma verificação de que o projeto vinculado ao título se enquadra nos parâmetros adotados, bem como se o emissor estabeleceu um controle interno para acompanhar o devido uso dos recursos obtidos com o título, sendo necessário realizar relatórios anuais; após a emissão, verifica-se se os recursos foram realmente direcionados ao projeto a que se propôs.

<sup>46</sup> Pesquisa recente da CVM com um grupo diverso de investidores apontou que, dos 36% que não consideram os critérios ESG em seus investimentos, 39,3% indicaram como motivo a “falta de confiança nas informações divulgadas” e 39,3% indicaram a “dificuldade para obter informações ASG”. Fonte: ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. A agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf/view>. Acesso em: 18 jun. 2023.

FLAMMER (2020), em pesquisa empírica a respeito da eficácia dos *green bonds* de uma perspectiva econômica e ambiental, concluiu que a certificação do título verde é um importante fator de sua eficácia, pois ao comparar os títulos certificados e não certificados, verificou que apenas os títulos certificados têm resultados significantes do CAR (*cumulative abnormal returns*<sup>47</sup>) nos dias próximos à emissão (Gráfico 3), demonstrando que o retorno financeiro real foi maior que o esperado para o título.

Gráfico 3 - Retorno financeiro de títulos verdes certificados e não certificados



Nota: Esta figura apresenta os retornos anormais acumulados (CARs) em próximo ao anúncio de emissão de títulos verdes, separadamente para títulos verdes que são certificados por terceiros independentes e títulos verdes que não são. A amostra é composta por  $N = 217$  emissões de títulos verdes. Fonte: FLAMMER, 2020<sup>48</sup>.

Um dos problemas encontrados é que, embora a certificação incentive os investidores a adquirir títulos verdes, por conferir-lhes mais credibilidade, existem diversos parâmetros internacionais para defini-los - sendo os *Green Bond Principles* (GBP) e os *Climate Bond Standards* (CBS) os principais -, e o critério utilizado pelos certificadores varia, o que demonstra a falta de regras e padrões universais na caracterização dos *green bonds* e, conseqüentemente, dificulta a comparabilidade entre eles e pode comprometer a confiabilidade da certificação, gerando preocupações aos investidores e emissores. Por isso,

<sup>47</sup> *Cumulative abnormal returns* consiste na soma da diferença entre o retorno esperado de uma ação e o retorno real, de forma que um resultado positivo significa que o retorno real foi maior que o esperado.

<sup>48</sup> Nota original: "This figure plots the cumulative abnormal returns (CARs) around the announcement of green bond issues, separately for green bonds that are certified by independent third parties and green bonds that are not. The sample consists of  $N = 217$  green bond issues."

*“convergence towards commonly accepted definitions will be essential to maximise the effectiveness, efficiency and integrity of the market”*<sup>49</sup> (OECD, 2017, p. 13).

A necessidade de definição de padrões universais é, entre os especialistas, praticamente um consenso. PHAM e HUYNH (2020) também acredita que a criação de padrões universais para certificação de títulos verdes facilitaria a identificação desses títulos pelos investidores, diferenciando-os de forma mais evidente e clara dos títulos convencionais, o que aumentaria sua demanda no mercado. Isso porque quanto mais informação, confiabilidade, comparabilidade e segurança é fornecida aos investidores, maior é o incentivo para investir nos *green bonds* e, conseqüentemente, maior é a eficácia do título em cumprir seu propósito. Por isso, políticas direcionadas à disseminação de informação no mercado, fomentando a transparência, são essenciais.

Apesar das dificuldades de padronização, FLAMMER (2020) entende que *“the prevalent (certification-based) private governance regime is effective at ensuring that the green bond proceeds are invested into green projects”*<sup>50</sup>, mas faz a ressalva de que isso não significa que a regulação privada seja o regime mais eficaz, pois *“various concerns have been raised by practitioners, including (i) the lack of unified standards, (ii) the lack of agreement as to what 'green' truly means, and (iii) the lack of 'tiers' (e.g., a triple-A rating for bonds with the largest environmental impact, etc.)”*<sup>51</sup>.

Ainda sobre o regime de regulação privada, a economista acredita que embora seja pragmático e flexível às necessidades do mercado, pode acabar faltando transparência, legitimidade e responsabilidade, o que pode ser garantido pela regulação pública ao fornecer uma base unificada e, com atuação conjunta, melhorar a eficácia da regulação privada (FLAMMER, 2020). No mesmo sentido é o entendimento de PARK (2018), afirmando que *“in comparison to public regulation, private governance is often faster to implement and more responsive to the needs of market participants but may suffer from a lack of legitimacy, accountability, and consistency and be susceptible to greenwashing”*<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> Tradução nossa: "a convergência para definições comumente aceitas será essencial para maximizar a eficácia, eficiência e integridade do mercado".

<sup>50</sup> Tradução nossa: "o regime de regulação privada predominante (baseado em certificação) é eficaz em assegurar que os rendimentos dos títulos verdes sejam investidos em projetos verdes".

<sup>51</sup> Tradução nossa: "várias preocupações foram levantadas por profissionais, incluindo (i) a falta de padrões unificados, (ii) a falta de acordo sobre o que 'verde' realmente significa, e (iii) a falta de 'níveis' (por exemplo, uma classificação triplo-A para títulos com maior impacto ambiental, etc.)".

<sup>52</sup> Tradução nossa: "em comparação com a regulação pública, a regulação privada é frequentemente mais rápida na implementação e mais responsiva às necessidades dos participantes no mercado, mas pode sofrer de falta de legitimidade, responsabilidade e consistência e ser suscetível ao *greenwashing*".

À vista disso, a União Europeia e a China, por exemplo, criaram suas próprias taxonomias<sup>53</sup> de finanças sustentáveis, fornecendo um sistema mais padronizado e comparável, as quais têm caráter mandatório. Inclusive, a taxonomia criada pela União Europeia é vista como a mais sofisticada e detalhada atualmente<sup>54</sup>, o que se justifica considerando que a maioria das emissões de títulos verdes ocorre no mercado europeu, já consolidado. O Japão, por sua vez, possui taxonomia nacional para o mercado de títulos verdes de caráter voluntário. A nível internacional, destaca-se a ISO 14030, da Organização Internacional de Normalização, cujo objetivo é complementar os *Green Bonds Principles* da International Capital Market Association (ICMA), apresentando requisitos e orientações para a emissão de títulos verdes.

No Brasil, não há uma taxonomia oficial, mas apenas de mercado, como é o caso da Taxonomia Verde da FEBRABAN, motivo pelo qual o Ministério da Fazenda, seguindo a tendência, lançou recentemente uma consulta pública para a Taxonomia Sustentável Brasileira, com base em uma estrutura geral apresentada, sobre a qual a sociedade poderá contribuir. A ideia é que o desenvolvimento da taxonomia oficial se inicie em janeiro de 2024 e seja publicada em novembro do mesmo ano, sendo seu uso obrigatório a partir de janeiro de 2026<sup>55</sup>. Os principais objetivos da taxonomia brasileira são: mobilizar investimentos para áreas de impacto positivo, fomentar inovações tecnológicas para uma economia mais verde e estabelecer uma base sólida para a produção de informações confiáveis relacionadas às finanças sustentáveis<sup>56</sup>, visando responder aos desafios ambientais e sociais primordiais do Brasil.

Devido à dificuldade de definir o que se enquadra como "verde" e o que realmente contribui com a sustentabilidade, a criação de um sistema de classificação capaz de identificar as atividades com impacto ambiental positivo é crucial para o desenvolvimento do mercado de títulos verdes. Afinal, traria mais segurança e credibilidade ao projeto financiado e à

---

<sup>53</sup> De acordo com o LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA (2021), "*a taxonomia, no contexto das finanças (sustentáveis), é um sistema de classificação que permite identificar atividades, ativos e/ou projetos que apresentem objetivos sustentáveis (ambientais e/ou sociais) com base em métricas e/ou metas preestabelecidas.*"

<sup>54</sup> International Capital Market Association (ICMA). Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. 2021. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>. Acesso em: 09 set. 2023, p. 6.

<sup>55</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. Taxonomia Sustentável Brasileira: Plano de ação para consulta pública. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/taxonomia-sustentavel-brasileira/taxonomia-sustentavel-brasileira.pdf>. Acesso em: 11 out. 2023.

<sup>56</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. Ministério da Fazenda lança consulta pública para a Taxonomia Sustentável Brasileira. Gov.br, Brasília, 21 set. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/setembro/ministerio-da-fazenda-lanca-consulta-publica-para-a-taxonomia-sustentavel-brasileira>. Acesso em: 11 out. 2023.

devida destinação dos recursos obtidos, além de permitir que os investidores comparem com mais facilidade os diferentes títulos emitidos no mercado de capitais e, assim, possam tomar decisões de investimento mais informadas.

Assim, a definição de uma taxonomia pautada em sustentabilidade torna as relações financeiras mais eficientes, transparentes e consistentes, através da diminuição de riscos e custos, o que se deve à centralização de orientações aos agentes econômicos, com diretrizes claras. Embora seja benéfica em termos de mercado interno de cada país, a criação de diversas taxonomias pelo mundo, com uma multiplicidade de métricas e critérios, acaba dificultando a busca por convergências a nível internacional e, conseqüentemente, afeta o fluxo de recursos entre os mercados.

O Laboratório de Inovação Financeira (LAB)<sup>57</sup> observa:

(...) as taxonomias (ou seja, sistemas de classificação) que definem as atividades ambiental ou socialmente responsáveis estão se tornando cada vez mais relevantes aos investidores, intermediários financeiros, órgãos reguladores e supervisores. As taxonomias ampliam a transparência, o que reduz o risco de *greenwashing*, previne a fragmentação do mercado, serve de base para novas ações em políticas públicas, destaca a contribuição dos investimentos para a sustentabilidade, reduz os custos de transação e oferece uma ferramenta para estruturar as carteiras. (LAB, 2021)

Isso significa que seria benéfico à futura taxonomia brasileira, de iniciativa do Ministério da Fazenda, considerar a adoção de métricas já existentes e internacionalmente reconhecidas, como os *Green Bond Principles* (GBP) e os *Climate Bond Standards* (CBS), ao criar os padrões nacionais para os títulos verdes, uma vez que trazer pontos de convergência com as demais taxonomias do mercado pode ser uma solução para a atual falta de padronização. Nesse sentido, LIU *et al.* (2021) acredita que os órgãos reguladores podem contribuir com a emissão de títulos verdes e o desenvolvimento da indústria de energia limpa ao adotar métricas de *climate-related green bonds*, tal como os CBS.

Inclusive, KETTERER *et al.* (2019) destaca que a utilização de métricas internacionais facilitaria o alinhamento do mercado de *green bonds* nacional com o internacional, de forma que a intervenção estatal nesse quesito deve ser cuidadosamente avaliada para não aumentar as divergências do mercado. De fato, a criação de uma taxonomia brasileira, embora capaz de se adaptar mais facilmente às especificidades socioeconômicas do

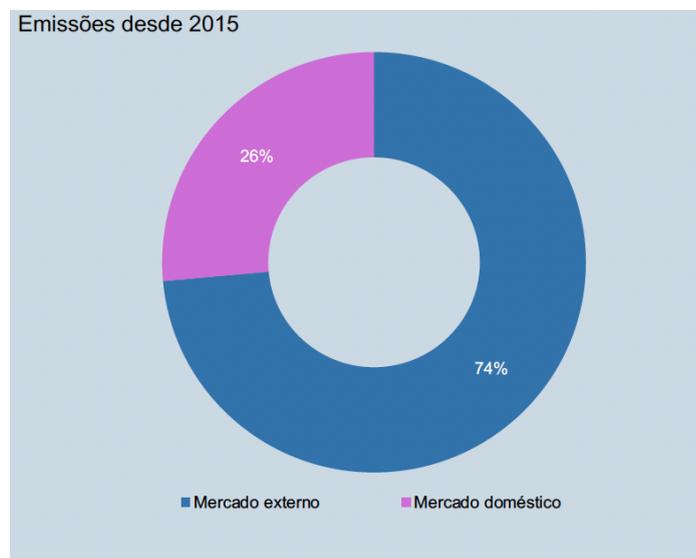
---

<sup>57</sup> O Laboratório de Inovação Financeira (LAB) é um fórum de interação multissetorial, criado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, em parceria com a Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH, reúne representantes do governo e da sociedade para promover as finanças sustentáveis no país (LAB, 2021).

país e às necessidades regionais, poderia aumentar a fragmentação internacional se os padrões internacionais já criados e reconhecidos não fossem observados (LAB, 2021).

O alinhamento entre o mercado de capitais nacional e internacional é essencial para o crescimento do mercado de *green bonds*, especialmente no cenário atual em que a maior parte do volume financeiro das emissões de títulos verdes das empresas brasileiras está concentrada no mercado externo, segundo dados do Banco Central do Brasil<sup>58</sup>, ilustrados no gráfico abaixo.

Gráfico 4 - Distribuição do volume financeiro das emissões de títulos sustentáveis entre os mercados doméstico e externo



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021, p. 79.

Fica claro que a intervenção estatal deve constituir um direcionamento visando maior eficiência do mercado, tanto de uma perspectiva nacional quanto internacional, buscando desenvolver uma regulação que simplifique procedimentos e facilite a emissão de títulos verdes (KETTERER *et al.*, 2019), promovendo o desenvolvimento e integração do mercado enquanto traz legitimidade, consistência e transparência.

A atuação conjunta do Estado com os atores do mercado de capitais envolve, inevitavelmente, o incentivo governamental para a emissão dos títulos verdes, através de normas e políticas públicas, a exemplo do Decreto nº 10.387/2020, cujo objetivo é incentivar

<sup>58</sup> O mercado externo é o destino principal das emissões de títulos sustentáveis pelas empresas emissoras brasileiras – mais de 70% do volume financeiro desde 2015. Em 2021, esse mercado concentrou 59% da quantidade e 65% do volume financeiro dos títulos sustentáveis emitidos desde 2015. Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária. 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2021](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021). Acesso em: 05 ago. 2023.

o financiamento de projetos de infraestrutura com benefícios ambientais e sociais, incluindo-os como prioritários e simplificando seus requisitos para aprovação, inclusive conferindo tratamento regulatório e benefício fiscal às debêntures de infraestrutura verdes (Decreto nº 11.498/2023). Ao simplificar o processo e diminuir a carga tributária, diminuem-se os custos da transição verde, o que proporciona maior incentivo aos atores do mercado. Isso se comprova pelo aumento expressivo das emissões de debêntures de infraestrutura verdes após a edição do decreto, conforme constatado pela Secretaria de Política Econômica (SPE)<sup>59</sup>.

Naturalmente, ao mesmo tempo que o Estado incentiva o emissor, é preciso também incentivar os investidores, afinal, para que o mercado de títulos verdes cresça, as emissões precisam resultar em retorno financeiro à empresa, o que só ocorre com a compra de títulos pelos investidores. Por isso, trazer maior confiabilidade e consistência ao investimento é crucial, além de facilitar o acesso à informação, motivo pelo qual o Decreto nº 10.387/2020 determina o acompanhamento das etapas do projeto e exige o envio periódico de relatórios, assegurando a transparência.

Nesse cenário, TOLLIVER *et al.* (2020) afirma que o Estado de Direito e a qualidade regulatória impulsionam indiretamente o crescimento do mercado de *green bonds*, já que suas disposições normativas são capazes tanto de incentivar quanto desestimular as emissões. Destarte, como instrumento da economia e das políticas públicas, o Direito assume um importante papel no direcionamento da atuação empresarial enquanto fortalece a ordem socioambiental, fundada nos preceitos constitucionais estruturantes do Estado de Direito.

#### **4.3 Eficácia dos títulos verdes na concretização do desenvolvimento sustentável**

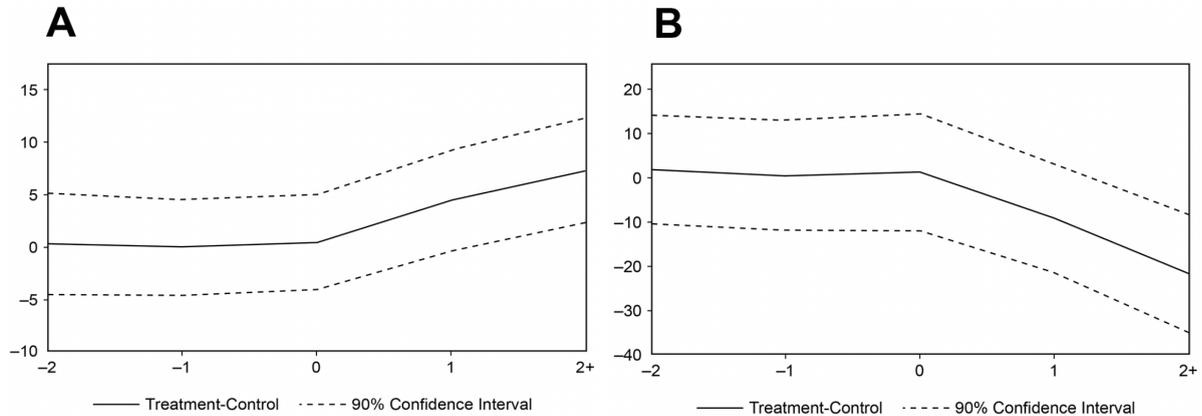
Após todas essas considerações sobre o crescimento e relevância do mercado de títulos verdes, uma questão crucial de ser abordada é se eles realmente são eficazes em mitigar o impacto ambiental negativo dos emissores e, conseqüentemente, cumprem a promessa de conciliar o crescimento econômico com a proteção do meio ambiente, alcançando enfim o desenvolvimento sustentável. A economista Caroline Flammer desenvolveu diversos estudos sobre a eficácia dos títulos verdes, que demonstram que a

---

<sup>59</sup> Em Nota Técnica, datada de junho/2021, a Secretaria de Política Econômica (SPE), do Ministério da Economia, constatou que mais de 40% das emissões de debêntures de infraestrutura verdes ocorreram durante os 12 meses após a emissão do Decreto nº 10.387/2020. Fonte: SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. Nota Técnica - Debêntures de infraestrutura verdes. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-tecnicas/2021/nt-debentures-de-infraestrutura-verdes.pdf/view>. Acesso em: 18 jul. 2023.

resposta é sim, conforme se verifica nos gráficos abaixo, extraídos de sua publicação *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy* (FLAMMER, 2020).

Gráfico 5 - Desempenho ambiental das empresas emissoras de títulos verdes



Nota: Esta figura apresenta estimativas da especificação de diferença em diferenças na equação (1) que compara emissores de títulos verdes com empresas controladas correspondentes. No painel A, a pontuação ambiental é a classificação ambiental da Thomson Reuters' ASSET4. No painel B, emissões de CO<sub>2</sub> são a proporção de emissões de CO<sub>2</sub> (em toneladas) provenientes da ASSET4 dividido pelo valor contábil dos ativos totais em dólares americanos. As linhas pontilhadas representam o intervalo de confiança de 90%. Fonte: FLAMMER (2020)<sup>60</sup>.

O Gráfico 5 demonstra que as empresas emissoras de títulos verdes melhoram seu desempenho ambiental após a emissão, pois sua pontuação ambiental aumentou (conforme o gráfico A) e suas emissões de CO<sub>2</sub> diminuíram (conforme o gráfico B) significativamente a longo prazo. Os dados apresentados por FLAMMER (2020) indicam que os títulos verdes são de fato eficazes em cumprir sua promessa de concretizar o desenvolvimento sustentável e os princípios ESG, uma vez que produzem melhorias significativas no desempenho ambiental dos emissores.

Gráfico 6 - Desempenho financeiro das empresas emissoras de títulos verdes

<sup>60</sup> Nota original: "This figure reports estimates of the difference-in-differences specification in equation(1) that compares green bond issuers with matched control firms. In panel A, environmental score is the environmental rating of Thomson Reuters' ASSET4. In panel B, CO<sub>2</sub> emissions is the ratio of CO<sub>2</sub> emissions (in tons) from ASSET4 divided by the book value of total assets in US dollars. The dotted lines represent the 90% confidence interval."

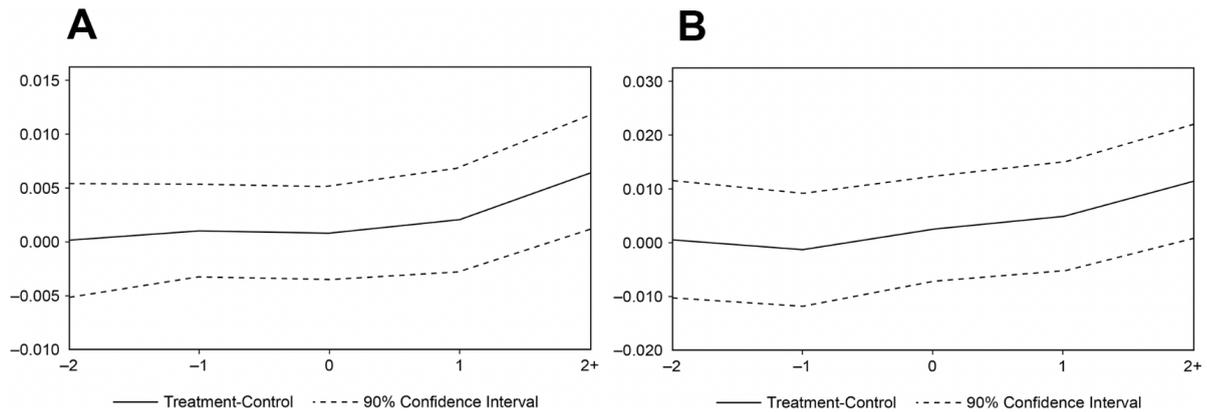


Gráfico A = Retorno sobre ativos (ROA). Gráfico B = Retorno sobre o patrimônio (ROE).

Nota: Esta figura apresenta estimativas da especificação de diferenças em diferenças na equação (1) que compara emissores de títulos verdes com empresas de controle pareadas. No painel A, ROA é a razão da receita operacional antes da depreciação para o valor contábil dos ativos totais. No painel B, ROE é a razão da receita operacional antes da depreciação para o valor contábil do patrimônio. As linhas pontilhadas representam o intervalo de confiança de 90%. Fonte: FLAMMER (2020)<sup>61</sup>.

O Gráfico 6 demonstra que empresas que emitem títulos verdes tendem a experimentar melhorias na performance financeira a longo prazo. Embora os benefícios não sejam significativos a curto prazo, tanto o ROA (Retorno sobre Ativos) quanto o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) mostram um aumento positivo a longo prazo. Isso sugere que a emissão de títulos verdes é benéfica para as empresas do ponto de vista financeiro, conforme constatado por FLAMMER (2020).

Temos, portanto, que os gráficos analisados só comprovam e dão suporte à sua conclusão:

Do corporate green bonds deliver on their promise? Or are they merely a form of greenwashing? The results of this study are consistent with the former. **Corporate green bonds are effective they not only yield improvements in companies' environmental footprint, but also contribute to financial performance.** Moreover, they help attract an investor base that values the long run and the natural environment. Overall, my results indicate that corporate green bonds bring several benefits to both companies and the natural environment.<sup>62</sup> (FLAMMER, 2018, p. 19)

<sup>61</sup> Nota original: "This figure reports estimates of the difference-in-differences specification in equation (1) that compares green bond issuers with matched control firms. In panel A, ROA is the ratio of operating income before depreciation to the book value of total assets. In panel B, ROE is the ratio of operating income before depreciation to the book value of equity. The dotted lines represent the 90% confidence interval."

<sup>62</sup> Tradução nossa: "Os títulos verdes cumprem sua promessa? Ou são simplesmente uma forma de *greenwashing*? Os resultados deste estudo são consistentes com a primeira afirmação. Os títulos verdes são eficazes; eles não só resultam em melhorias na pegada ambiental das empresas emissoras, como também contribuem para o desempenho financeiro. Além disso, ajudam a atrair um grupo de investidores que valoriza o longo prazo e o meio ambiente. No geral, meus resultados indicam que os títulos verdes corporativos trazem diversos benefícios tanto para as empresas quanto para o meio ambiente."

Em estudo similar conduzido por GOMES, BORSATTO e ARAÚJO (2022) com base em títulos verdes emitidos por empresas brasileiras, no entanto, a conclusão em relação ao desempenho financeiro dos emissores não foi a mesma. Apesar de o desempenho da empresa medido pelo ROA (Retorno sobre Ativos) e ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) ter sido afetado positivamente no ano após a emissão, não se constatou significância estatística. No entanto, alguns fatores devem ser considerados sobre a divergência encontrada. Em primeiro lugar, a pesquisa de FLAMMER (2020) teve como objeto emissões globais de títulos verdes, que inclui os Estados Unidos e a Europa, cujos mercados de *green bonds* são maiores e estão mais consolidados, o que explica um retorno financeiro maior às empresas emissoras. Além disso, a economista ressalta que os resultados são mais significativos a longo prazo, enquanto o estudo de GOMES, BORSATTO e ARAÚJO (2022), além de analisar o retorno financeiro somente até um ano após a emissão, se restringe às emissões por empresas brasileiras, onde o mercado de títulos verdes é menor, sendo provavelmente esse o motivo da divergência. Esses resultados reforçam a importância de a regulação estatal incentivar a emissão de títulos verdes, para que o mercado se intensifique e a lucratividade seja maior para as empresas, o que conseqüentemente vai incentivar ainda mais as emissões.

Consolidadas as premissas deste instrumento de mercado que são os títulos verdes, com o estudo de sua definição, uso, desafios de implementação e eficácia, passamos ao estudo da regulação nacional aplicável.

## 5. OS INSTRUMENTOS DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DA EMISSÃO DE TÍTULOS VERDES

Os estudos prévios sobre o mercado de capitais apontaram que sua regulação e fiscalização, inclusive quando se trata de ESG e títulos verdes, é responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários. É necessário, portanto, a fim de aprofundar nos instrumentos vigentes de regulação e fiscalização no que tange às políticas ESG e emissão de títulos verdes, analisar as principais resoluções da CVM sobre o assunto.

### 5.1 Resolução CVM n. 80/2022

Considerando que os emissores de títulos verdes precisam de prévio registro na CVM, é crucial para a compreensão da regulação envolvida nesse processo analisar, no que tange aos princípios ESG, a Resolução CVM 80/2022, a qual dispõe sobre o registro e prestação de informações dos emissores de valores mobiliários. De acordo com a resolução (art. 22, II), o emissor deve enviar anualmente à CVM um Formulário de Referência contendo informações essenciais da empresa o qual, inclusive, deve ser novamente entregue atualizado com o pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários, nos termos do art. 25, § 2º, I.

Dentre os diversos dados requisitados, o Formulário de Referência deve conter informações referentes ao cumprimento das obrigações legais e regulatórias ligadas a questões ambientais e sociais (item 1.6, *b*, do Anexo C). Nesse aspecto, verifica-se que as normas do direito ambiental econômico, tal como os princípios estabelecidos nos arts. 170 e 225 da Constituição Federal e a Lei nº 6.938/81 (Política Nacional do Meio Ambiente), estão incluídas na resolução, vez que exigem o cumprimento das obrigações legais ambientais pelas empresas emissoras<sup>63</sup>.

É crucial compreender o significado jurídico da exigência apresentada pela CVM, vez que *"ao integrar a lei, o regulamento torna-se compulsório, dotado de poder coativo, ensejador de sanções, geralmente na modalidade multas"* (D'ISEP, 2009, p. 211). Observa-se, assim, a validação material do direito regulatório dentro do ordenamento jurídico, visto que as normas reguladoras e a lei interagem entre si e se complementam, possibilitando o alcance em camadas do direito ambiental econômico. Reforça, ainda, a função sancionatória da CVM, estipulada no art. 11 da Lei n. 6.385/76, o qual permite a imposição de advertência, multa etc.

---

<sup>63</sup> D'ISEP, Clarissa. Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 206.

aos infratores de suas resoluções.

Merece também destaque o item 4.1, *j*, do Anexo C, que impõe à empresa a descrição dos fatores de risco relacionados a questões socioambientais, que possam influenciar a decisão de investimento. Essa análise de risco evidencia uma questão crucial das políticas ESG dentro de uma perspectiva econômica: quanto mais medidas forem tomadas para adequar a empresa a valores socioambientais, priorizando a sustentabilidade, menor serão os riscos sociais e ambientais e a consequente possibilidade de perdas para a empresa, tornando-a mais atrativa aos investidores, consumidores e parceiros comerciais. Ou seja, a Resolução CVM 80/2022 traz uma obrigação às empresas que se traduz em incentivo econômico para que busquem mitigar os riscos socioambientais da sua atividade.

A resolução também vai ao encontro da postura preventiva adotada na Política Nacional do Meio Ambiente (PNMA)<sup>64</sup> e no Princípio 15 da Declaração sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento do Rio/92<sup>65</sup>, pois ao implementar uma estrutura de gerenciamento de riscos socioambientais a fim de mitigá-los, observa-se os princípios da prevenção e precaução, basilares do direito ambiental.

Há, ainda, previsão expressa na Resolução CVM 80/2022 quanto à prestação de informações ESG no item 1.9 do Anexo C, devendo o emissor indicar, por exemplo: se divulga informações ESG em relatório anual; a metodologia ou padrão seguidos na elaboração do relatório; se o relatório é auditado ou revisado por entidade independente, identificando-a; se o relatório considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela ONU e quais são os ODS materiais para o negócio do emissor. Nesse sentido, se, por algum motivo, o emissor não divulgar informações ESG; não adotar indicadores-chave de desempenho ESG; não realizar auditoria ou revisão sobre as informações ESG que divulga; ou não considerar os ODS nas informações ESG divulgadas, é preciso apresentar uma justificativa para a não adoção dessas práticas à CVM, seguindo o conceito “pratique ou explique”<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Embora a Lei nº 6.938/81 não preveja expressamente o princípio da prevenção, os princípios trazidos em seu art. 2º demonstram sua natureza preventiva, em especial a preservação da qualidade ambiental (*caput*); o planejamento e fiscalização do uso racional dos recursos ambientais (incisos II, III e VI); controle e zoneamento das atividades potencial ou efetivamente poluidoras (inciso V).

<sup>65</sup> ONU. Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento. Rio de Janeiro, 1992. Disponível em: [https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao\\_rio\\_ma.pdf](https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao_rio_ma.pdf). Acesso em: 25 set. 2023.

<sup>66</sup> ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. A agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf/view>. Acesso em: 18 jun. 2023.

Para assegurar o propósito da exigência, as informações divulgadas devem ser verdadeiras, completas e consistentes, não induzindo o investidor a erro, conforme disposto no art. 15 da Resolução CVM 80/2022. Dessa forma, evita-se o *greenwashing*, uma vez que este ocorre "*quando a empresa manipula informações para passar ao público uma imagem ecologicamente responsável e é apenas uma maquiagem verde*"<sup>67</sup>, pois evita alegações de sustentabilidade sem provas que as sustentem ou referências vagas às práticas da empresa, bem como a exposição de um cenário apenas parcial de suas atividades.

Além disso, destaca-se a competência fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários sobre as práticas financeiras e informações prestadas pelos emissores, abrangendo a emissão de valores mobiliários, operações das Bolsas de Valores e auditoria das companhias abertas, bem como da veiculação de informações relativas ao mercado, conforme o disposto nos arts. 1º e 8º, III, da Lei n. 6.385/76.

Vale ressaltar que o art. 4º, VI, da Lei n. 6.385/76 determina ser de responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários assegurar o acesso ao público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido. Nesse sentido, apesar de muitas companhias realizarem auditoria interna dos relatórios ESG que apresentam, a CVM pode exigir que as informações prestadas sejam auditadas por auditor independente nela registrado, nos termos do art. 2º, § 3º, inciso II, da Lei n. 6.385/76, a fim de garantir a imparcialidade e realizar um *double check* das informações divulgadas ao público.

## 5.2 Resolução CVM n. 160/2022

No que tange especificamente à emissão de títulos verdes, para compreender como seu processo de emissão é regulado e fiscalizado no Brasil, a principal norma a ser analisada é a Resolução CVM n. 160/2022, que regula as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários, com o objetivo de assegurar a proteção dos interesses do público investidor em geral e promover a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, conforme consta do art. 1º.

Em primeiro lugar, para que uma empresa possa emitir um título verde ao público em geral, ela própria deve estar registrada na CVM, conforme o art. 4º, § 1º, da Lei n. 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), e a emissão pública do título no mercado de capitais também

---

<sup>67</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. Mentira verde: a prática de greenwashing nos produtos de higiene, limpeza e utilidades domésticas no mercado brasileiro e suas relações com os consumidores. São Paulo, 2019. Disponível em: [https://idec.org.br/sites/default/files/relatorio\\_greenwashing\\_2019.pdf](https://idec.org.br/sites/default/files/relatorio_greenwashing_2019.pdf). Acesso em: 19 mai. 2023.

depende de prévia análise e registro na autarquia, nos termos do art. 19, *caput*, da Lei n. 6.385/76 e art. 4º, § 2º, da Lei n. 6.404/76. Compete, assim, à CVM a fixação do procedimento de registro do título, com um indicativo das informações que devem ser prestadas no requerimento, inclusive no que tange às características próprias da emissão e a aplicação dos recursos provenientes dela, conforme consta no art. 19, § 5º, *b*, da Lei n. 6.385/76. Ou seja, a Comissão de Valores Mobiliários tem expressa competência legal para exigir a prestação de informações no que tange à natureza do valor imobiliário e a destinação dos recursos obtidos, o que se aplica, evidentemente, aos títulos verdes.

A partir dessa competência, foi editada a Resolução CVM n. 160/2022, que traz as diretrizes para a solicitação de registro de emissão pública de valores mobiliários. A exigência dos arts. 9º, *caput*, e 13, I e V, merece destaque: como condição de oferta pública, os emissores devem divulgar um prospecto do título na página da *internet* do ofertante e da CVM, com destaque e sem restrições de acesso. A exigência é coerente com o objetivo a que se propõe, pois a ampla divulgação das informações referentes ao título traz mais transparência à negociação e protege os interesses dos investidores.

Essa exigência vai ao encontro do princípio do acesso à informação ambiental, um dos pilares da participação pública em matéria ambiental<sup>68</sup>, consagrado no art. 4º, V, da PNMA<sup>69</sup> e no Princípio 10 da Declaração sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento do Rio/92<sup>70</sup>, com base no qual *"toda pessoa deverá ter acesso adequado à informação sobre o ambiente de que dispõem as autoridades públicas, incluída a informação sobre os materiais e as atividades que oferecem perigo a suas comunidades"*, sendo inclusive um dever do Estado disponibilizar as informações ambientais em sua posse (art. 5º, XXXIII, CF<sup>71</sup>).

O prospecto em questão, cuja minuta tem de ser submetida junto ao requerimento de registro na CVM, deve conter as informações necessárias, suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais sobre os valores mobiliários objeto da oferta, com elevado padrão de

---

<sup>68</sup> SARLET, Ingo W.; FENSTERSEIFER, Tiago. Princípios do direito ambiental. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218607/>. Acesso em: 27 set. 2023, p. 55.

<sup>69</sup> Art 4º - A Política Nacional do Meio Ambiente visará: V - à difusão de tecnologias de manejo do meio ambiente, à divulgação de dados e informações ambientais e à formação de uma consciência pública sobre a necessidade de preservação da qualidade ambiental e do equilíbrio ecológico.

<sup>70</sup> ONU. Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento. Rio de Janeiro, 1992. Disponível em: [https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao\\_rio\\_ma.pdf](https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao_rio_ma.pdf). Acesso em: 25 set. 2023.

<sup>71</sup> Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: XXXIII - todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no prazo da lei, sob pena de responsabilidade, ressalvadas aquelas cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado.

completude e compreensibilidade, apresentadas sem lacunas e de forma que não conduzam os investidores a erro, a fim de possibilitar que tomem sua decisão de investimento de forma segura e fundamentada. Interessante também destacar que a publicidade da oferta deve observar os princípios de *qualidade, transparência e equidade* de acesso à informação, abstendo-se de usar informações falsas ou enganosas. Nesse sentido, o art. 22 da Resolução CVM n. 160/2022 determina que se for verificada qualquer imprecisão ou mudança relevante nas informações contidas no prospecto, o ofertante deve suspender imediatamente a distribuição até que seja realizada a complementação do prospecto e a devida divulgação ao público das modificações.

Inclusive, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) pode exigir que o emissor inclua no prospecto informações adicionais que julgar necessárias para a plena compreensão dos investidores, além de requerer retificações e alterações, ou mesmo suspender a oferta pelo período necessário para esclarecimentos e nova disseminação de informações, nos termos dos arts. 14, 17, § 5º, e 30 da Resolução CVM n. 160/2022. Referida competência decorre do art. 20, II, da Lei n. 6.385/76, ao prever que incumbe à CVM suspender a emissão ou distribuição de título cuja oferta contenha informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

A responsabilidade pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações divulgadas durante a oferta pública do título é do ofertante, sendo que o não cumprimento desse dever configura infração grave, podendo a CVM instaurar processo administrativo sancionador e impor-lhe quaisquer das penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, inclusive a proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar no mercado de valores mobiliários.

No que tange especificamente aos títulos verdes, destacamos os seguintes itens do Anexo B da Resolução CVM n. 160/2022, o qual traz as informações que devem constar no prospecto de dívida divulgado, aplicável à oferta pública de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida.

Quadro 2 - Informações sobre títulos verdes no Anexo B da Resolução CVM n. 160/2022

<b>Informações da Capa do Prospecto</b>
2.5. Informação se o título é qualificado pelo emissor como “verde”, “social”, “sustentável” ou termos correlatos
<b>Informações do Prospecto</b>
3. Destinação de recursos

3.1. Exposição clara e objetiva do destino dos recursos provenientes da emissão, bem como seu impacto na situação patrimonial e nos resultados do emissor

3.8. Se o título ofertado for qualificado pelo emissor como “verde”, “social”, “sustentável” ou termos correlatos, informar:

- a) quais metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos foram seguidos para qualificação da oferta conforme item acima;
- b) qual a entidade independente responsável pela averiguação acima citada e tipo de avaliação envolvida;
- c) obrigações que a oferta impõe quanto à persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, conforme metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos; e
- d) especificação sobre a forma, a periodicidade e a entidade responsável pelo reporte acerca do cumprimento de obrigações impostas pela oferta quanto à persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, conforme a metodologia, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos.

Fonte: Resolução CVM n. 160/2022

Para melhor compreender as implicações da exigência de cada uma dessas informações, é preciso destrinchá-las.

A ideia da capa do prospecto é apresentar, em uma página, as principais informações contidas no prospecto, de forma direta e objetiva, o que possibilita que os investidores tenham um panorama geral do emissor e das características do título. Assim, constando logo na capa do prospecto se o título é qualificado como "verde" (conforme consta no item 2.5), o investidor que busca investimentos sustentáveis poderá identificá-los com mais facilidade dentre os demais títulos.

Já as informações do prospecto em si trazem mais detalhes sobre as características do título emitido de forma completa e compreensível, contendo o necessário para que os investidores avaliem qualitativamente o título conforme seus interesses. Dentro dessa parte, o emissor deve trazer informações claras e objetivas sobre a destinação dos recursos provenientes da emissão do título de dívida (item 3.1), o que, quando se trata de um título verde, é especialmente importante, tendo em vista que sua caracterização decorre justamente da vinculação dos recursos com um projeto também verde, cujo objetivo é causar impactos positivos no meio ambiente. Tanto é que o item 3.8 confere destaque ao título verde (e outros títulos temáticos ESG, como os sociais), apresentando informações adicionais que devem ser incluídas no prospecto quando a emissão e oferta pública for referente a esse tipo de título, sendo preciso pontuar algumas considerações acerca do que essas exigências adicionais representam na prática.

No subitem "a", as empresas emissoras devem informar quais metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos foram seguidos para qualificar a oferta

como "verde". Para melhor compreender o que se enquadraria nessa exigência, de rigor definir alguns dos termos utilizados.

- Metodologia: etimologicamente, consiste no estudo dos métodos<sup>72</sup>, e método, por sua vez, consiste no *"emprego de procedimentos ou meios para a realização de algo, seguindo um planejamento; rumo"* (MÉTODO, 2023). Ou seja, a adoção de uma metodologia significa a utilização de determinado conjunto de regras e procedimentos para chegar a determinado resultado.
- Princípios: uma das definições trazidas no Dicionário Michaelis é o *"conjunto de proposições fundamentais e diretivas que servem de base e das quais todo desenvolvimento posterior deve ser subordinado"* (PRINCÍPIO, 2023). A adoção de determinados princípios, portanto, implicaria no uso de elementos básicos e proposições pré-definidas que revelam as propriedades essenciais e características do objeto.
- Diretriz: pode ser definida como *"linhas gerais que orientam um projeto"* (DIRETRIZ, 2023), de forma que a adoção de certas diretrizes implicaria o uso de um conjunto de instruções para alcançar determinado objetivo.

Note-se que esses termos têm diferenças sutis e facilmente se confundem, mas o objetivo em abranger cada um deles é, essencialmente, o mesmo: fazer com que os emissores demonstrem com base em quais critérios o título se qualifica como verde. Interessante notar que a CVM foi precisa ao determinar o uso de metodologias, princípios ou diretrizes ***amplamente reconhecidos*** no mercado financeiro, o que conferiria mais credibilidade ao título e iria ao encontro do que preceitua a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) quanto à necessidade de convergência para definições comumente aceitas de títulos verdes, considerada essencial para maximizar a eficácia, eficiência e integridade do mercado (OECD, 2017, p. 13).

Dessa forma, seria recomendável que as empresas utilizassem para a qualificação do título os *Green Bond Principles* (GBP) da International Capital Market Association (ICMA) ou os *Climate Bond Standards* (CBS), por exemplo, já que são internacionalmente reconhecidos. Para ilustrar as diretrizes e recomendações dos GBP, cujo objetivo é promover

---

<sup>72</sup> METODOLOGIA. In: MICHAELIS, Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2023. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/metodo/>>. Acesso em: 09 set. 2023.

transparência e divulgação para reforçar a integridade do mercado, colecionamos os princípios em um quadro, como segue:

Quadro 3 - *Green Bond Principles*

<i>Green Bond Principles</i> (GBP)	Descrição
Uso dos Recursos	Os recursos obtidos devem ser utilizados para financiar os Projetos Verdes elegíveis, os quais devem ser apropriadamente descritos na documentação legal do título.
Processo para Avaliação e Seleção de Projetos	O emissor deve estabelecer um processo claro e transparente para selecionar projetos verdes elegíveis que atendam aos critérios de sustentabilidade, bem como avaliar os impactos ambientais do projeto e seu alinhamento com taxonomias oficiais ou de mercado.
Gestão dos Recursos	O emissor deve gerenciar os recursos de forma apropriada para garantir que sejam usados para financiar projetos verdes elegíveis, sendo recomendável o uso de um auditor externo para averiguar o processo de rastreamento dos recursos.
Relatórios	O emissor deve fornecer relatórios regulares e transparentes sobre o uso dos recursos e os impactos ambientais dos projetos verdes elegíveis, sendo recomendável o uso de indicadores de desempenho qualitativos e quantitativos.
Recomendações adicionais	
Marco de Títulos Verdes	O emissor deve explicar o alinhamento do título com os GBP em um Marco de Títulos Verdes ou em sua documentação legal, que deve estar disponível em um formato facilmente acessível aos investidores.
Revisões externas	O emissor deve considerar a realização de revisões externas para verificar a conformidade com os GBP e a precisão das informações divulgadas. As revisões externas podem ser realizadas por auditores independentes, agências de classificação de crédito ou outras entidades especializadas.

Fonte: Criado pelo autor com base nas informações disponíveis em ICMA (2021).

Ou seja, um emissor de títulos verdes no Brasil que optar por utilizar os GBP deve seguir todas essas etapas de forma transparente. Vale mencionar que a International Capital Market Association (ICMA) entende que os *Green Bond Principles* podem ser complementados com orientações adicionais sobre o que pode ser considerado "verde", utilizando taxonomias de finanças sustentáveis, como a da União Europeia (taxonomia

oficial) e da ISO 14030 (taxonomia de mercado), por exemplo, podendo também ser adotado e indicado no prospecto pelo emissor.

Quanto ao subitem "b", segundo o qual o emissor deve informar qual a entidade independente responsável pela averiguação da conformidade do título com a metodologia indicada e tipo de avaliação envolvida, devemos considerar: quais são as entidades independentes que poderiam cumprir esse papel e qual é o tipo de avaliação de cada uma delas. Conforte consta do Guia para Ofertas de Títulos Sustentáveis da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), os avaliadores independentes podem ser divididos em empresas provedoras de parecer de segunda opinião (PSO), empresas de auditoria, agências de *rating* e instituições certificadoras. A partir dessas categorias, temos os tipos de avaliações envolvidas, conforme se vê:

Quadro 4 - Categorias de avaliadores independentes

Entidades independentes	Tipo de avaliação
Empresas provedoras de parecer de segunda opinião (PSO)	Parecer de segunda opinião (PSO): descreve a conformidade da emissão com os pilares aplicáveis ao título verde.
Empresas de auditoria	Relatório de verificação externa: acompanha a destinação conferida aos recursos captados e a manutenção da conformidade do título aos pilares aplicáveis.
Agências de <i>rating</i>	Nota de <i>Rating</i> Sustentável: a avaliação resulta na atribuição de uma pontuação específica ( <i>rating</i> ) para o emissor e/ou para o título.
Instituições certificadoras	Certificado: a avaliação é realizada com base em critérios definidos pelo órgão certificador (padrão de certificação).

Fonte: Adaptado de ANBIMA (2023).

Todas essas entidades podem ser usadas para validar a caracterização de um título de dívida como verde, sendo sua escolha critério do emissor, mas este deve fazer constar essa informação no prospecto, inclusive para dar mais credibilidade ao título verde e mitigar o risco de *greenwashing*. É crucial que esses avaliadores externos ajam com transparência, tecnicidade e autonomia, possuindo a responsabilidade de refletir em seus pareceres apenas informações e constatações verídicas e coerentes. Vale também mencionar o que dispõe o art. 2º, § 3º, inciso II, da Lei n. 6.385/76, o qual prevê que a Comissão de Valores Mobiliários pode exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o

empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; reforçando sua legitimidade e credibilidade, além da validade formal da exigência apresentada no subitem "b".

Ainda dentro dessa competência, a CVM pode extrair cópias de registros contábeis, livros, documentos e papéis de trabalho de auditores independentes (art 9º, I, da Lei n. 6.385/76) e, caso verifique irregularidades, poderá determinar que a companhia republique os relatórios e informações divulgadas com as respectivas correções (art 9º, IV, da Lei n. 6.385/76). Dessa forma, a autarquia possui os instrumentos necessários para confirmar a veracidade do alegado pelas empresas e assegurar a credibilidade das informações disponíveis ao público, trazendo maior segurança ao investimento.

O subitem "c" requer que o emissor apresente no prospecto as obrigações que a oferta impõe quanto à persecução de objetivos verdes, conforme metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos. Ou seja, deve informar quais são as obrigações assumidas pelo emissor em relação ao título verde emitido, como a destinação dos recursos obtidos ao projeto verde vinculado, gerando impacto ambiental positivo; o efetivo gerenciamento dos recursos; o cumprimento de obrigações de natureza ambiental; e a obrigação de manter a transparência e divulgar relatórios ao público.

O subitem "d" traz a obrigatoriedade de especificação sobre a forma, a periodicidade e a entidade responsável pelo reporte acerca do cumprimento de obrigações impostas pela oferta quanto à persecução de objetivos verdes, conforme a metodologia, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos. Deve a empresa, portanto, informar onde e como o relatório sobre o projeto verde, o uso dos recursos e o impacto ambiental será divulgado, podendo inclusive, por exemplo, utilizar como modelo o *Harmonised Framework for Impact Reporting* da ICMA, para fins de padronização internacional e garantia de que as informações apresentadas sejam suficientes. Deve, ainda, informar com que frequência será divulgado o relatório e quem é a entidade responsável por verificar e dar publicidade ao cumprimento das obrigações inerentes ao título verde. Importante mencionar que a ICMA recomenda o uso de indicadores de desempenho qualitativos e quantitativos nos relatórios apresentados pela empresa, o que traz maior transparência às informações divulgadas.

Cumprido ressaltar que a fiscalização de todo esse processo é feita pela CVM, posto que lhe compete fiscalizar *permanentemente* a emissão de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados, nos termos do art. 8º, III, da Lei n. 6.385/76.

É possível, a partir do presente estudo, afirmar que a previsão na Resolução CVM n. 160/2022 de adoção de referências internacionais no mercado de títulos verdes mitigam, ainda que de forma não exaustiva, o risco de *greenwashing*, pois estabelecem diretrizes para a emissão e definem diversas obrigações relacionadas à transparência na divulgação periódica de informações sobre as características dos títulos e dos projetos verdes a eles vinculados, além de exigir a verificação externa das informações divulgadas por avaliadores independentes. Complementarmente com a fiscalização da CVM, os títulos verdes emitidos no mercado de capitais brasileiro terão mais legitimidade e credibilidade.

Frente às diversas críticas trazidas no presente trabalho sobre a falta de padronização das definições e critérios dos títulos verdes a nível nacional e internacional, é interessante notar que a CVM optou por não determinar a adoção de uma metodologia específica, simplificando os requisitos para facilitar o processo de emissão, já que não traz longas e complexas exigências quanto à emissão do título, dando ao emissor mais liberdade para escolher aquela que entender mais viável à sua atividade, priorizando o princípio da livre iniciativa.

Nesse sentido, a regulação da CVM cumpre seu propósito de estimular a emissão de títulos verdes, uma vez que estabelecer parâmetros de alta complexidade nos critérios de emissão e limitar excessivamente o espaço de atuação da empresa pode acabar desestimulando a emissão de títulos verdes, porque se adequar a todas as exigências e padrões impostos seria mais difícil e, conseqüentemente, reduziria muito o escopo dos títulos verdes. Além disso, uma regulação muito extensiva e intervencionista significa uma maior limitação à livre iniciativa, pois restringe a escolha da empresa para adaptar os instrumentos de mercado à sua gestão e estrutura empresarial.

Ao mesmo tempo, a Resolução CVM n. 160/2022 indica expressamente o uso de metodologias *amplamente reconhecidas* para a qualificação do título verde e a necessidade de verificação externa, o que garante maior observância de padrões mínimos esperados pelo mercado e confere mais credibilidade ao título. No entanto, a escolha por não padronizar efetivamente os critérios utilizados não resolve a problemática trazida no presente trabalho quanto à falta de comparabilidade e consistência dos títulos, além da dificuldade de enquadrar um projeto como "verde", o que pode acabar deixando diversas atividades numa zona cinzenta.

Dessa forma, embora a abertura para o uso de metodologias amplamente reconhecidas possibilite a adoção de métricas internacionais, o que contribuiria, até certo ponto, para a padronização a nível global, alguns obstáculos se impõem. Em primeiro lugar, a adoção, no

Brasil, de taxonomias já existentes deve ser avaliada à luz das especificidades, estratégias e objetivos nacionais; ou seja, embora o uso de métricas internacionais reconhecidas seja positivo para integrar os mercados, elas precisam ser utilizadas em observância às características socioeconômicas e necessidades próprias do Brasil. Além disso, a utilização de diferentes métricas internacionais por emissores brasileiros não traz consistência e dificulta a comparabilidade dos títulos, o que pode afastar investidores.

### **5.3 Plano de ação para a Taxonomia Sustentável brasileira**

Pelas razões apresentadas, é interessante que o Ministério da Fazenda, juntamente com instituições setoriais como a CVM, esteja no processo de elaboração de uma taxonomia sustentável nacional, uma vez que *"a identificação de critérios e definições pautados em sustentabilidade pode promover maior transparência, agilidade e eficiência na alocação de recursos financeiros"* (LAB, 2021, p. 25). A proposta apresentada no plano de ação para consulta pública traz objetivos ambientais e sociais, quais sejam: mitigação da mudança do clima; adaptação às mudanças climáticas; proteção e restauração da biodiversidade e ecossistemas; uso sustentável do solo e conservação, manejo e uso sustentável das florestas; uso sustentável e proteção de recursos hídricos e marinhos; transição para economia circular; prevenção e controle de contaminação; geração de trabalho decente e elevação da renda; reduzir desigualdade socioeconômicas, considerando aspectos raciais e de gênero; reduzir desigualdades regionais e territoriais do país; promover a qualidade de vida, com ampliação do acesso a serviços sociais básicos.

Quanto aos critérios para cada um dos objetivos, são apresentadas duas possibilidades, a depender do objetivo. No que tange ao objetivo de mitigação das mudanças climáticas, a ideia é usar critérios binários, determinando apenas se houve ou não o cumprimento; enquanto para o objetivo de uso sustentável do solo e conservação, manejo e uso sustentável das florestas, considera-se uma metodologia não binária, que traga níveis de cumprimento, o que potencializaria a eficácia dos títulos verdes<sup>73</sup>.

O plano de ação da taxonomia brasileira traz três critérios simultâneos que deverão ser cumpridos para que a atividade seja qualificada como sustentável: contribuir substancialmente a um ou mais dos objetivos definidos; não fazer dano significativo a nenhum dos outros objetivos definidos; e cumprir com as salvaguardas mínimas, que visam assegurar o cumprimento de padrões de governança corporativa sustentável, em suas dimensões

---

<sup>73</sup> Vide nota 44.

ambientais e sociais, a serem definidas por legislações e normas brasileiras existentes, bem como por convenções e diretrizes internacionais.

Nesse aspecto, verifica-se que a taxonomia brasileira buscará concretizar as normas internas, inclusive de direito ambiental, utilizando-as como diretriz para a definição dos critérios de sustentabilidade. As metas estabelecidas em compromissos internacionais, como os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU, também servirão de guia orientador para a elaboração da taxonomia, conforme consta no plano de ação, onde se afirma que *"para que o Brasil alcance as metas no nível nacional, uma taxonomia é um instrumento chave para orientar os fluxos de capital para uma economia de baixo carbono, resiliente às mudanças climáticas, baseada na conservação do meio ambiente e no bem-estar social"*<sup>74</sup>.

Na definição dos critérios específicos da taxonomia, os princípios apresentados no plano de ação a serem considerados são:

- Base científica: os critérios para os objetivos climáticos e ambientais devem ser cientificamente informados.
- Critérios técnicos: preferencialmente, devem ser aplicados critérios quantitativos e, quando não for possível, serão definidos critérios qualitativos, utilizando um método adequado de acordo com o tipo da atividade e métricas baseadas no impacto ou desempenho absoluto; no melhor desempenho no setor ou na classe (*best-in-class*); e em boas práticas ou processos em casos qualitativos.
- Impactos de ciclo de vida: as atividades devem ser avaliadas considerando os impactos de ciclo de vida, observado o princípio de custo-efetividade da verificação.
- Coerência: os critérios devem ser coerentes com as políticas públicas e os compromissos internacionais assumidos pelo Brasil.
- Consistência: os critérios devem seguir uma metodologia consistente para assegurar um nivelamento das exigências entre os diferentes setores e atividades.
- Proporcionalidade: os critérios devem ser proporcionais à capacidade dos usuários, estabelecendo um modelo inclusivo e aplicável por uma ampla gama de usuários para orientar sua transição.
- Usabilidade/aplicabilidade: os critérios devem ser facilmente aplicáveis e compreensíveis pelos usuários, buscando um equilíbrio entre a simplicidade na sua

---

<sup>74</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. Taxonomia Sustentável Brasileira: Plano de ação para consulta pública. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/taxonomia-sustentavel-brasileira/taxonomia-sustentavel-brasileira.pdf>. Acesso em: 11 out. 2023, p. 34.

aplicação com a complexidade necessária para assegurar credibilidade e induzir a transição sustentável.

- Ferramenta evolutiva: a taxonomia deve ser uma ferramenta evolutiva, que possa ser atualizada e aprimorada ao longo do tempo.
- Atividades de transição: as atividades que ainda não alcançaram a neutralidade climática devem ser consideradas na taxonomia, de forma a incentivar a mitigação do impacto ambiental e a transição para uma economia mais sustentável.
- Atividades viabilizadoras: as atividades que não fazem uma contribuição direta substancial positiva por si, mas permitem a realização de outras atividades, também devem ser consideradas na taxonomia, como pesquisa e tecnologias de informação.

Cumprir destacar que o plano de ação para implementação de uma taxonomia nacional tem como finalidade equilibrar dois pontos muito discutidos no presente trabalho, a necessidade de simplificação para incentivar a transição verde e a necessidade de criar bases sólidas para preencher eventuais lacunas e trazer mais consistência e credibilidade aos investimentos, o que se verifica especialmente pelo princípio da usabilidade/aplicabilidade. Afinal, apesar do recente crescimento do mercado verde no Brasil, ele ainda não se consolidou como o mercado europeu e, por isso, é mais frágil a mudanças bruscas, o que deve ser considerado na taxonomia.

Ademais, interessante notar que as linhas gerais da futura taxonomia brasileira se inspirou em taxonomias internacionais, em especial da União Europeia, México e Colômbia, alinhando os objetivos ambientais a fim de promover a interoperabilidade entre elas, ou seja, a facilitação de um modelo comparável e funcionalmente equivalente, através da utilização de padrões e princípios comuns. Se o Brasil tiver sucesso nesse objetivo, a taxonomia brasileira terá reconhecimento internacional e proporcionará maior alinhamento e integração com o mercado internacional, fomentando o crescimento do mercado verde nacional.

## 6. ANÁLISE DOS INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS À LUZ DO DIREITO AMBIENTAL ECONÔMICO

### 6.1 Aplicação das práticas ESG e do princípio do desenvolvimento sustentável na emissão de títulos verdes

Para que os títulos verdes cumpram seu propósito, a empresa emissora deve estar comprometida em desenvolver uma gestão ambiental, a fim de efetivamente organizar e concretizar o projeto verde vinculado ao título. É imprescindível, portanto, compreender o conceito de gestão ambiental, que é basicamente o processo de implementação das políticas ESG dentro da empresa. Ele surge da ideia de que, como a degradação ambiental é uma consequência das atividades da empresa, a solução do problema deve partir delas mesmas, a nível interno. Seria, essencialmente, uma política privada de gerenciamento ambiental<sup>75</sup>, permeando toda a estrutura de governança empresarial.

A implantação de uma gestão ambiental por agentes econômicos se traduz na concretização dos princípios constitucionais de defesa do meio ambiente e função social da propriedade (art. 170, III e VI), que possui dentro de suas dimensões a função ambiental<sup>76</sup>, bem como o princípio da cooperação consolidado no art. 225, *caput*, ao prever a ação conjunta do Estado e da coletividade na preservação do meio ambiente<sup>77</sup>. Portanto, impõe-se aos agentes econômicos que busquem efetivamente colocar esses princípios em prática por meio da adoção de um gerenciamento ambiental, dado que uma vez previsto na Constituição Federal, "*o desempenho da gestão ambiental não é voluntário; é compulsório*" (D'ISEP, 2009, p. 169).

O desafio encontrado no que tange à gestão ambiental, que se evidencia nas normas regulatórias analisadas, é a padronização do sistema. Não há um critério objetivo qualitativo do que deve estar incluso na gestão ambiental e como ela deve ser desempenhada, de forma que cada empresa desenvolve o seu próprio sistema dentro dos setores que lhe forem de interesse. Nesse sentido:

(...) a necessidade da padronização de um sistema de gestão ambiental, sobretudo no interior de uma dada organização, só vem denunciar mais uma vez - posto já ter a PNMA o feito - a impossibilidade do tratamento setorial do meio ambiente, exigindo

---

<sup>75</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 174.

<sup>76</sup> D'ISEP, Clarissa. Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 158.

<sup>77</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 142.

uma norma/política que disponha acerca da abrangência do todo. (D'ISEP, 2009, p. 213)

É claro que cada empresa pode adaptar a gestão ambiental à sua estrutura, de forma a enquadrá-la dentro de suas atividades próprias, mas a questão aqui apresentada é a falta de um sistema *geral* capaz de direcionar as empresas em uma atuação integrativa e global, abandonando a visão fragmentada que divide o gerenciamento ambiental em setores da empresa e restringe sua atuação de forma parcelada e individualista. Essa lógica se aplica perfeitamente aos títulos verdes, pois se o objetivo da emissão é melhorar o desempenho ambiental do emissor, não seria coerente e nem eficaz limitar esse progresso a uma projeto praticamente insignificante que represente uma mera fração da empresa. Afinal, é somente a partir de uma visão unitária do meio ambiente, abrangendo simultaneamente suas dimensões natural (flora, fauna, água etc.), artificial, cultural e do trabalho, que se terá uma gestão ambiental verdadeiramente capaz de promover o desenvolvimento sustentável.

Nessa senda, a análise da regulação da emissão de títulos verdes e os critérios ESG não pode ser diferente. Para que cumpra o seu propósito, ela deve ser capaz de direcionar a contribuição da empresa com o desenvolvimento sustentável, dentro de um contexto amplo de avaliação do impacto ambiental, e não de ações isoladas. Dessa forma, *"além das informações que dizem respeito especificamente à emissão do Título Verde [...] os investidores também poderão considerar o desempenho de sustentabilidade do emissor de forma mais ampla, incluindo sua estrutura de governança e suas políticas para tratar das questões socioambientais"* (FEBRABAN; CEBDS, 2016, p 17).

Pelas normas regulatórias estudadas, é possível inferir que partem de uma abrangência do todo, buscando atuar em diversas camadas da estrutura das empresas; inclusive, puramente pelo fato de considerarem todos os fatores ESG (*environmental, social and governance*) tanto no registro da empresa na CVM quanto no momento da emissão de títulos verdes, já demonstra uma busca pela atuação multidimensional da atividade econômica.

Apesar de demonstrar a preocupação por uma gestão socioambiental efetiva, é preciso ter em mente a ressalva trazida por Clarissa Macedo D'Isep em sua obra *"Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001"*:

Cumpre ressaltar, uma vez mais, que o fato de uma organização (...) adotar um sistema de gestão ambiental, seja ele qual for, não significa que ela não seja poluidora, mas tão-somente que ela monitora por meio de um sistema, conhecido (se

padronizado e trazido a público como é o caso da ISO 14001) ou não, o seu desempenho ambiental. (D'ISEP, 2009, p. 215)

Significa dizer que o fato de haverem normas reguladoras do mercado de capitais no quesito ESG não é, por si só, um demonstrativo concreto, quantitativo ou qualitativo, da plena aplicação das práticas ESG na emissão de títulos verdes ou da eficiência da gestão ambiental adotada pela empresa. Sem dúvidas, a implementação de uma política privada de gerenciamento ambiental e a latente preocupação em incluir critérios ESG e emitir títulos verdes já representam grande avanço e diminuem o impacto ambiental, de forma que os instrumentos regulatórios permitem a identificação das instituições e empresas que adotam práticas de governança voltadas à gestão ambiental. No entanto, avaliar de forma objetiva os aspectos quantitativos e qualitativos dos seus efeitos práticos em todas as suas dimensões ainda é um desafio tanto da seara jurídica quanto da econômica. Por isso, assegurar o acesso do público a informações sobre os títulos verdes negociados e as companhias que os tenham emitido, conforme preceitua o art. 4º, VI, da Lei n. 6.385/76<sup>78</sup>, é crucial para que os investidores possam ter, dentro do possível, uma visão global do desempenho ambiental da empresa, especialmente na consecução dos projetos verdes.

Observa-se que, apesar do alcance da CVM no mercado financeiro, a regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes ainda encontra obstáculos, o que se deve à falta de padrões universais e a complexidade das métricas ESG, pois *"ainda que as empresas façam seus relatórios, as informações geralmente não são suficientemente relevantes, comparáveis, confiáveis ou fáceis de acessar e usar"* (YOSHIDA e col., 2022, p. 136), além disso, *"também existem muitos padrões e estruturas de relatórios sobrepostos, dificultando um relato mais consistente e integrado"* (YOSHIDA e col., 2022, p. 137). Isso porque as resoluções analisadas exigem a apresentação de relatórios sobre certas questões ambientais e os títulos verdes emitidos pelas empresas, mas não apresenta a *forma* de fazê-lo, o que fica sujeito à escolha dos padrões e taxonomia verde pela companhia.

Ciente dessas dificuldades, alguns fundos de investimentos, bolsas de valores e empresas especializadas produzem índices ESG e concedem certificações independentes. Dentre os índices ESG, vale citar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 (bolsa de valores brasileira), cujo objetivo é medir os fatores ESG.

A B3 forma uma carteira especial do ISE através de um processo seletivo que envolve,

---

<sup>78</sup> Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

a partir de um questionário, uma avaliação quantitativa e qualitativa dos critérios propostos, avaliados de 0 a 100 com base na consistência das respostas dadas pelas empresas e as evidências documentais, buscando *"incentivar as empresas a serem rigorosas e conservadoras em suas respostas ao questionário, promovendo maior consistência, precisão e comparabilidade nos resultados"*<sup>79</sup>. No caso do ISE, todas as dimensões ESG são abrangidas, visto que o questionário para ingressar na carteira envolve informações de governança corporativa, gestão da sustentabilidade empresarial, políticas e práticas de gestão ambiental, sustentabilidade do modelo de negócio, impactos ecológicos, direitos humanos e relações com a comunidade etc.<sup>80</sup>

No entanto, como não há uma padronização nacional ou internacional, os índices e certificações independentes variam entre si e acabam não resolvendo o desafio de comparar as informações fornecidas entre eles. Com isso em mente, atualmente tramitam no Congresso Nacional dois projetos de lei que tem como objetivo criar um selo único nacional para empresas que se enquadrem nos critérios ESG: o PL 735/2022, na Câmara dos Deputados, o qual propõe a criação do Selo Investimento Verde, e o PL 4363/2021, no Senado Federal, que propõe a criação do Selo Nacional ASG.

A iniciativa demonstra um interesse pela padronização dos critérios ESG no Brasil, entretanto, não há como prever se serão de fato capazes de assegurá-la, uma vez que ambos os projetos de lei são rasos e dependem de regulamentação posterior, conforme o art. 5º do PL 4363/2021 e art. 2º do PL 735/2022. Poderiam, inclusive, considerar a adoção de métricas internacionais para tentar aumentar a padronização e comparabilidade a nível internacional. Enquanto isso, os efeitos práticos e jurídicos da criação de um selo ESG nacional estariam sujeitos à abrangência do regulamento - que traria uma obrigação quantitativa além da obrigação de comportamento trazida pela lei<sup>81</sup> -, caso um dos projetos de lei seja aprovado.

Sobre as certificações ESG, YOSHIDA e col. (2022) afirma:

(...) é necessário que haja uma conscientização de todos os envolvidos e principalmente dos órgãos de certificação, para que haja a correta verificação do cumprimento, de fato, dos conceitos ESG, ou seja, que as empresas não estão somente adotando medidas para serem bem vistas pela sociedade, seus consumidores e também para obter compensação pela sua preocupação. (YOSHIDA e col., 2022, p. 112)

<sup>79</sup> B3. Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). 2023. Disponível em: [https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE\\_B3\\_-\\_Diretrizes\\_2023-vf-07jul2023.pdf](https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Diretrizes_2023-vf-07jul2023.pdf). Acesso em 23 set. 2023.

<sup>80</sup> *Ibidem*.

<sup>81</sup> D'ISEP, Clarissa. Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 211.

Trata-se, novamente, de evitar o *greenwashing*, pois:

(...) não basta a empresa comprovar que atende sua quota ambiental com compensações de carbono (plantando árvores em uma reserva ambiental, por exemplo), que atua com igualdade com seus funcionários, estimulando a inclusão social, e que adota os mais altos critérios de governança, **se não se preocupa com todo o seu processo produtivo**, a partir da origem da sua matéria prima, da energia e da água que consome, da reciclagem das embalagens de seus produtos, da reciclagem dos próprios produtos e com o impacto que seus produtos podem vir a gerar no meio ambiente. (YOSHIDA e col., 2022, p. 112; grifo nosso)

Assim, para assegurar que os fatores ESG estejam realmente sendo tratados integralmente em todas as suas dimensões e trazer mais segurança ao consumidor e investidor:

A **certificação do ESG deve ser extremamente criterioso e claro**, evitando que empresas que não atendam o conceito ESG, ou que atendam somente de forma **parcial**, não tirem partido disso, quer para valorização da empresa quer para avaliação dos gestores, mas também, por outro lado, as definições e avaliações precisam ser claras, para que a empresa possa se adequar. (YOSHIDA e col., 2022, p. 113; grifo nosso)

O mesmo se aplica aos padrões e certificações específicos de títulos verdes, como a *Climate Bonds Standard & Certification Scheme*, que devem ser capazes de avaliar a extensão do comprometimento da empresa com o desenvolvimento sustentável e o nível de ambição dos projetos verdes a que se propõem, os quais devem proporcionar resultados significativos para serem realmente considerados "verdes".

Por isso, é imprescindível que os instrumentos estudados sejam analisados de uma perspectiva do princípio do desenvolvimento sustentável, o qual consiste em satisfazer as necessidades atuais da sociedade do ponto de vista econômico sem comprometer o bem-estar das gerações futuras, explorando os recursos naturais e direcionando investimentos de forma a manter o potencial presente e futuro<sup>82</sup>. Nessa perspectiva, temos que os instrumentos de regulação incentivam o comprometimento das empresas em cumprir os critérios ESG por meio da emissão de títulos verdes, o que contribui para o desenvolvimento sustentável no âmbito dos investimentos.

Vale mencionar a ressalva de Clarissa D'Isep de que o "*desenvolvimento sustentável não é um conceito milagroso, deve constituir-se em uma prática incessante (prever-prevenir e tornar a prever... - como uma espiral) a ser impregnada de instrumentos capazes de efetivá-lo*" (D'ISEP, 2009, p. 51). Ou seja, se não houverem instrumentos dinâmicos e eficazes

<sup>82</sup> COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO. Nosso Futuro Comum. 2ª edição. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991, p. 49.

para direcionar o desenvolvimento sustentável nas práticas econômico-financeiras, ele se reduzirá à inanidade e não será efetivado.

## 6.2 Grau de aplicabilidade das normas de direito ambiental econômico na emissão de títulos verdes

É por isso que as normas regulatórias analisadas neste trabalho servem de complemento à efetivação dos princípios do direito ambiental econômico e do direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, expostos nos arts. 170 e 225 da Constituição Federal, eis que estes, por si sós, não são capazes de produzir efeitos de forma *concreta* na atividade econômica, já que trazem preceitos gerais e não disposições específicas necessárias para fornecer direcionamento setorial estrutural às práticas financeiras. Temos, assim, que o grau de aplicabilidade desses dispositivos constitucionais é de norma constitucional de eficácia limitada, a partir da classificação do constitucionalista José Afonso da Silva (1968, p. 76), que "*agrupou as normas constitucionais, quanto a sua eficácia e aplicabilidade, em três grandes grupos: 1º normas constitucionais de eficácia plena; 2º normas constitucionais de eficácia contida; e 3º normas constitucionais de eficácia limitada ou reduzida*" (*apud* TAVARES, 2023, p. 80).

SILVA (1968, p. 72) define as normas constitucionais de eficácia limitada da seguinte forma:

[...] as normas constitucionais de eficácia limitada são aquelas que dependem de regulamentação futura, na qual o legislador infraconstitucional vai dar eficácia à vontade do constituinte. Não produzem, com a simples entrada em vigor da Constituição, consoante o autor, todos os efeitos essenciais, porque o legislador constituinte, por qualquer motivo, não estabeleceu sobre a matéria uma normatividade para isso bastante, deixando essa tarefa ao legislador ordinário ou a outro órgão do Estado. (*apud* TAVARES, 2023, p. 80)

É o caso dos princípios do direito ambiental econômico e do direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, expostos nos arts. 170 e 225 da Constituição Federal, vez que não produzem plenamente seus efeitos práticos sem as normas reguladoras, que trazem eficácia setorial às disposições constitucionais. Nesse sentido:

“[...] apesar do seu significativo desenvolvimento com a Constituição de 1988 e a partir dela, no entanto, a política ambiental brasileira ainda **carece de efetividade**, isto é, da produção de efeitos concretos e de um **maior grau de cumprimento das**

**suas normas pelos destinatários.** [...] o aumento da efetividade da política ambiental exige seu desenvolvimento em uma outra fronteira: a sua **articulação a outras políticas setoriais cujo direcionamento possa vir a impactar o meio ambiente.** A essa articulação dá-se o nome de ‘transversalidade da política ambiental’”. (NUSDEO, 2010, p. 403; grifo nosso)

NUSDEO (2010) ainda afirma que a regulação setorial deve levar em conta questões ambientais porque a proteção ao meio ambiente é um dos princípios da ordem econômica, estabelecidos pelo art. 170, VI, da Constituição Federal; ou seja, os princípios constitucionais são intrínsecos à regulação. Portanto, é claro que a regulação setorial da CVM tem que ser orientada pelos princípios e normas do direito ambiental econômico, tendo em vista a hierarquia normativa apresentada na Figura 1, de forma que uma empresa não será verdadeiramente verde sem respeitar esses princípios, até porque as iniciativas de emissão de títulos verdes e seus projetos vinculados não podem ferir normas ambientais. Por exemplo, um projeto financiado por título verde não pode, sob o pretexto de diminuir o impacto ambiental da empresa no quesito energia, promover o desmatamento e aumentar o impacto sobre a flora, da mesma forma que a empresa emissora não pode desempenhar suas atividades sem licença ambiental quando requisitado por lei (art 9º, IV, e art. 10 da Lei nº 6.938/81).

Dessa forma, a concretização da existência digna e a justiça social pela ordem econômica depende de toda uma estrutura jurídica formada por normas de diferentes posições hierárquicas, cada uma dentro de suas competências, criando um conjunto capaz de efetivar os preceitos do direito ambiental econômico em diversas camadas. É justamente nesse aspecto que se comprova a relevância jurídica das resoluções da CVM, responsáveis por efetivar esses preceitos no âmbito do mercado de capitais.

Nesse sentido, constata-se que a regulação pelas entidades administrativas e a preocupação das empresas em se adaptar aos critérios ESG e emitir títulos verdes parte não somente de uma busca por mitigar riscos socioambientais, potencializando seus lucros, mas de um dever constitucional e legal. Destarte:

A obrigação de gerir uma empresa de forma a promover um desempenho ambiental satisfatório - sendo esse o verdadeiro significado de *gestão ambiental - bate às portas* da empresa, seja pela via econômica (art. 170, III c/c o inc. VI), seja pela via ambiental (art. 225 da CF/1988; arts. 2º e incisos; 3º, III, a; 4º, I; e 5º, parágrafo único, todos da Lei 6.891/1981), ou seja até mesmo pela via do direito do consumidor (art. 51, XIV, do CDC), que, ao primar pela incolumidade física e psíquica do ser humano, não compactua com a agressão ambiental trazida pelo produto final. (D'ISEP, 2009, p. 168/169)

Temos, portanto, que os diversos instrumentos estudados enquadram-se no

ordenamento jurídico brasileiro a partir do dever constitucional do Poder Público e da coletividade de preservar o meio ambiente, nos termos do art. 225, *caput*, da Constituição Federal. Tanto é que a própria ordem econômica é fundada nos princípios da função social da propriedade e defesa do meio ambiente, conforme o art. 170, III e VI, da CF, o que significa dizer que a atividade econômica não pode se dissociar desses deveres, ainda que, em sua essência, vise ao lucro, pois a observância dos preceitos constitucionais é compulsória. Afinal, o objetivo de compatibilização do desenvolvimento econômico-social com a preservação do meio ambiente, central na Política Nacional do Meio Ambiente, consolida a premissa de que a prática econômica é indissociável da ecologia<sup>83</sup>, o que se concretiza com a adoção de práticas ESG e a emissão de títulos verdes, assim como a regulação que as envolve.

---

<sup>83</sup> DERANI, Cristiane. Direito ambiental econômico. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 102.

## 7. CONCLUSÃO

Esta pesquisa possibilitou compreender a aplicação dos padrões ESG no mercado financeiro brasileiro, em especial na emissão de títulos verdes, bem como avaliar sua contribuição com o desenvolvimento sustentável, a partir de um estudo sobre o direito econômico regulatório e o mercado de capitais, assinalando seus desafios e objetivos a nível nacional e internacional. Foi possível, então, pontuar os principais instrumentos de regulação e fiscalização das políticas ESG na emissão de títulos verdes, analisando de forma integrativa a hierarquia de normas frente às diretrizes normativas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para, ao final, determinar o grau de aplicabilidade dos princípios do desenvolvimento sustentável, da precaução e da prevenção no direito ambiental, bem como o disposto nos arts. 225 e 170, *caput*, III e VI, da Constituição Federal.

Ficou demonstrado que o Direito conforma e estrutura os mercados em todas as suas dimensões, uma vez que a atividade econômica é regulada pelo Estado para determinar, controlar ou influenciar o comportamento dos agentes econômicos a fim de promover o bem-estar social. Dessa forma, a regulação setorial no mercado de capitais, desempenhada pela CVM, deve ser orientada pelos princípios do direito ambiental econômico, cujo objetivo é conciliar interesses individuais de mercado e interesses coletivos de preservação do meio ambiente. Isso significa que os instrumentos de regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes encontram seu fundamento de validade nas normas do direito ambiental econômico, vez que enquadram-se no ordenamento jurídico brasileiro a partir do dever constitucional do Poder Público e da coletividade de preservar o meio ambiente, nos termos do art. 225, *caput*, da Constituição Federal. Afinal, ao regular a atividade empresarial, garante-se o cumprimento da função socioambiental da propriedade, consagrada no art. 170, III e VI, da Constituição Federal, e concretizam-se os princípios da prevenção e do desenvolvimento sustentável.

A conclusão não poderia, de fato, ser diferente, pois apesar de a regulação setorial se conter a tratar de questões específicas de determinado setor econômico, ela não pode se eximir de cumprir os preceitos constitucionais do direito ambiental econômico, tendo em vista a posição hierárquica normativa em que se encontra. As normas reguladoras e sua fiscalização pela CVM devem, portanto, fornecer direcionamento estrutural às práticas financeiras e garantir a observância de suas disposições, servindo de complemento à efetivação dos princípios do direito ambiental econômico e do direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, expostos nos arts. 170 e 225 da Constituição Federal.

Consoante o exposto, este estudo conclui que o grau de aplicabilidade dos princípios do desenvolvimento sustentável, da precaução e da prevenção no direito ambiental, bem como o disposto nos arts. 225 e 170, *caput*, III e VI, da Constituição Federal é de norma constitucional de eficácia limitada. Isso porque as normas reguladoras analisadas neste trabalho servem de complemento à efetivação dos princípios e disposições constitucionais, eis que estes, por si sós, não são capazes de produzir efeitos concretos, uma vez que a mera previsão de proteção do meio ambiente não é suficiente para garanti-la na prática, já que a Constituição Federal traz preceitos gerais e não disposições específicas necessárias para fornecer direcionamento setorial estrutural às práticas financeiras, o que é feito por meio da regulação.

Apesar do alcance da Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais, a regulação e fiscalização dos critérios ESG na emissão de títulos verdes ainda encontram obstáculos, o que se deve à falta de padrões universais e a complexidade das métricas de *green bonds*, o que dificulta uma análise integrada e a comparação das informações prestadas pelas empresas à CVM. De fato, os instrumentos regulatórios direcionam a atividade dos agentes atuantes no mercado financeiro ao impor-lhes determinados comportamentos relativos às práticas ESG, mas para que haja o efetivo cumprimento dos preceitos constitucionais de direito ambiental econômico na emissão de títulos verdes, é preciso estabelecer padrões e métricas capazes de avaliar os resultados práticos dos projetos verdes.

Demonstra-se, pois, a importância da iniciativa do Ministério da Fazenda para criação de uma Taxonomia Sustentável Brasileira, que trará as definições e métricas necessárias para direcionar a emissão de títulos verdes do país, proporcionando padronização a nível nacional. É preciso, no entanto, ter cuidado, pois implementar uma taxonomia rígida como fez a União Europeia, por exemplo, de forma repentina, seria prejudicial ao mercado verde brasileiro, que não está amadurecido como o mercado europeu e poderia ser desestimulado com critérios e métricas excessivamente complexas. Por isso, para a elaboração da taxonomia brasileira, ao mesmo tempo que se deve prezar pela interoperabilidade e buscar um alinhamento com o mercado internacional através do uso de padrões e princípios comuns, deve-se ter em mente as características e necessidades atuais do mercado nacional, que se beneficiaria com a simplificação do procedimento de emissão de títulos verdes, conforme indicou a pesquisa.

Tendo em vista a atualidade do tema e o aumento exponencial de emissão de títulos verdes nos últimos anos, a presente pesquisa é de altíssima relevância na avaliação das normas regulatórias existentes e no direcionamento de possíveis alterações para aprimorá-las e incentivar o crescimento do mercado verde. A partir das considerações apresentadas ao

longo do trabalho, propõe-se pesquisa complementar futura sobre a Taxonomia Sustentável Brasileira que será elaborada em 2024, avaliando sua contribuição na superação dos desafios práticos aqui pontuados quando ela for publicada.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DERANI, Cristiane. **Direito ambiental econômico**. 3ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008.

BAGNOLI, Vicente. **Direito econômico**. 6ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 26 jun. 2023.

FLORENZANO, Vincenzo. **Sistema financeiro e responsabilidade social: uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e na análise econômica do direito**. São Paulo: Textonovo, 2004.

AGUILLAR, Fernando H. **Direito Econômico**. Barueri: Grupo GEN, 2019. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021974/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

FIGUEIREDO, Leonardo V. **Direito Econômico**. Barueri: Grupo GEN, 2021. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530993290/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. **Primeiras linhas de direito econômico**. 5ª edição. São Paulo: LTr, 2003.

ANTUNES, Paulo. Direito Ambiental como Direito Econômico - Análise Crítica. In: **Revista de informação legislativa**, v. 29, n. 115, p. 301-324, 1992. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/176053>. Acesso em: 20 jun. 2023.

ANTUNES, Paulo de B. **Direito Ambiental**. São Paulo: Grupo GEN, 2023. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559773787/>. Acesso em: 26 jun. 2023.

SIRVINSKAS, Luís P. **Manual de direito ambiental**. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553620438/>. Acesso em: 26 jun. 2023.

RAMOS, Erasmo Marcos. **Direito ambiental comparado Brasil-Alemanha-EUA**: uma análise exemplificada dos instrumentos ambientais brasileiros à luz do direito comparado. Maringá: Midiograf II, 2009.

D'ISEP, Clarissa. **Direito Ambiental Econômico e a ISO 14000**: análise jurídica do modelo de gestão ambiental e certificação ISO 14001. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

CAMARGO, Ana Luiza de Brasil. **Desenvolvimento sustentável**: dimensões e desafios. Campinas: Papirus, 2003.

YOSHIDA, Consuelo; VIANNA, Marcelo; KISHI, Sandra (Coord). **Finanças sustentáveis: ESG, compliance, gestão de riscos e ODS**. 2022. E-book. Disponível em: [http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_biblioteca/bibli\\_servicos\\_produtos/BibliotecaDigital/BibDigitalLivros/TodosOsLivros/Financas-sustentaveis%3DESG.pdf](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/BibliotecaDigital/BibDigitalLivros/TodosOsLivros/Financas-sustentaveis%3DESG.pdf). Acesso em 29 jul. 2023.

ONU. **Agenda 2030**. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/pos2015/agenda2030/>. Acesso em: 03 jul. 2023.

BLACKROCK. **Larry Fink CEO Letter**. 2020. Disponível em: <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 03 jul. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorio-risco-oportunidade>. Acesso em: 03 jul. 2023.

PACTO GLOBAL; STILINGUE. **A evolução do ESG no Brasil**. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 03 jul. 2023.

MIOLA, Iagê et al. **Finanças verdes no Brasil**: perspectivas multidisciplinares sobre o financiamento da transição verde. São Paulo: Blucher, 2022. E-book. Disponível em: <https://www.blucher.com.br/financas-verdes-no-brasil>. Acesso em: 02 out. 2022.

ZANOTTA, Alexandre. **Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2005.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2008.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

EIZIRIK, Nelson e col. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de teoria geral do Estado**. 33ª edição. São Paulo: Saraiva, 2016.

SCHAPIRO, Mario Gomes (Coord). **Direito econômico: direito econômico regulatório**. São Paulo: Saraiva, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gov.br. Página "Quem somos". Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/rig21-quemsomos>. Acesso em: 18 jun. 2023.

CALADO, Luiz Roberto. **Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. Barueri: Grupo GEN, 2019. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 02 jul. 2023.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária**. 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2021](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021). Acesso em: 05 ago. 2023.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS (FEBRABAN); CONSELHO EMPRESARIAL BRASILEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL (CEBDS). **Guia para emissão de títulos verdes no Brasil**. 2016. Disponível em: [https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS\\_Guia-emissao-titulos-verde\\_PT\\_2016.pdf](https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS_Guia-emissao-titulos-verde_PT_2016.pdf). Acesso em: 05 ago. 2023.

ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **A agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf/view>. Acesso em: 18 jun. 2023.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA). **Princípios para Títulos Verdes: Diretrizes Voluntárias para Emissão de Títulos Verdes**. 2021. Disponível em: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/Portuguese-GBP-2021\\_06.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/Portuguese-GBP-2021_06.pdf). Acesso em: 02 set. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Guia para ofertas de títulos sustentáveis**. 2023. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/83/A2/52/1A/FC3C781041836978B82BA2A8/GUIA%20PARA%20OFERTAS%20DE%20TITULOS%20SUSTENTAVEIS.pdf>. Acesso em: 05 ago. 2023.

KETTERER *et al.* **Finanças Sustentáveis: Transformando os mercados de títulos verdes. Relações com Investidores**, v.234, p. 10-18, 2019. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/234/1506>. Acesso em: 16 jul. 2023.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition. Green Finance and Investment**.

Paris: OECD Publishing, 2017. Disponível em: <https://www.oecd.org/env/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition-9789264272323-en.htm>. Acesso em: 16 jul. 2023.

PARK, Stephen. Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. **Stanford Journal of International Law**, v. 54, n. 1, p. 1–47, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3142887](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3142887). Acesso em: 16 jul. 2023.

FLAMMER, Caroline. Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy. **Environmental and Energy Policy and the Economy**, v. 1, n. 1, p. 95-128, 2020. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/epdf/10.1086/706794>. Acesso em: 16 jul. 2023.

FLAMMER, Caroline. Corporate green bonds. **Boston University Global Development Policy Center**, Global Economic Governance Initiative working paper 023, 2018. Disponível em: [https://www.bu.edu/gdp/files/2018/11/GEGI-GDP.WP\\_Corporate-Green-Bonds.pdf](https://www.bu.edu/gdp/files/2018/11/GEGI-GDP.WP_Corporate-Green-Bonds.pdf). Acesso em: 16 jul. 2023.

PHAM, Linh; HUYNH, Toan Luu Duc. How does investor attention influence the green bond market? **Finance Research Letters**, v. 35, p. 101533, 2020. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612319314904>. Acesso em: 16 jul. 2023.

TOLLIVER, Clarence; KEELEY, Alexander Ryota; MANAGI, Shunsuke. Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. **Journal of cleaner production**, v. 244, p. 118643, 2020. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652619335139>. Acesso em: 16 jul. 2023.

LIU, Nana *et al.* Dependence and risk spillovers between green bonds and clean energy markets. **Journal of cleaner production**, v. 279, p. 123595, 2021. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652620336404?via%3Dihub>. Acesso em: 16 jul. 2023.

International Capital Market Association (ICMA). **Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies**. 2021. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>. Acesso em: 09 set. 2023.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Taxonomia Sustentável Brasileira: Plano de ação para consulta pública**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/taxonomia-sustentavel-brasileira/taxonomia-sustentavel-brasileira.pdf>. Acesso em: 11 out. 2023.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Ministério da Fazenda lança consulta pública para a Taxonomia Sustentável Brasileira. Gov.br, Brasília, 21 set. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/setembro/ministerio-da-fazenda-lanca-consulta-publica-para-a-taxonomia-sustentavel-brasileira>. Acesso em: 11 out. 2023.

GOMES, Túlio; BORSATTO, Jaluza; ARAÚJO, Aracy. Títulos Verdes e Desempenho: Uma análise das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Ciências da Administração**, v. 24, n. 62, p. 140-151, 2022. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/84781/49318>. Acesso em: 16 jul. 2023.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA (LAB). Taxonomia em Finanças Sustentáveis: panorama e realidade nacional. 2021. Disponível em: <https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2021/04/Taxonomia-em-finan%C3%A7as-sustent%C3%A1veis-Panorama-e-Realidade-Nacional.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2023.

SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. Nota Técnica - Debêntures de infraestrutura verdes. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-tecnicas/2021/nt-debentures-de-infraestrutura-verdes.pdf/view>. Acesso em: 18 jul. 2023.

ONU. **Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro, 1992. Disponível em: [https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao\\_rio\\_ma.pdf](https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao_rio_ma.pdf). Acesso em: 25 set. 2023.

SARLET, Ingo W.; FENSTERSEIFER, Tiago. **Princípios do direito ambiental**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218607/>. Acesso em: 27 set. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. **Mentira verde**: a prática de greenwashing nos produtos de higiene, limpeza e utilidades domésticas no mercado brasileiro e suas relações com os consumidores. São Paulo, 2019. Disponível em: [https://idec.org.br/sites/default/files/relatorio\\_greenwashing\\_2019.pdf](https://idec.org.br/sites/default/files/relatorio_greenwashing_2019.pdf). Acesso em: 19 mai. 2023

METODOLOGIA. *In*: MICHAELIS, Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2023. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/metodo/>. Acesso em: 09 set. 2023.

MÉTODO. *In*: MICHAELIS, Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2023. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/metodo/>. Acesso em: 09 set. 2023.

PRINCÍPIO. *In*: MICHAELIS, Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2023. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/metodo/>. Acesso em: 09 set. 2023.

DIRETRIZ. *In*: MICHAELIS, Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2023. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/metodo/>. Acesso em: 09 set. 2023.

**B3. Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3).** 2023. Disponível em: [https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE\\_B3\\_-\\_Diretrizes\\_2023-vf-07jul2023.pdf](https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Diretrizes_2023-vf-07jul2023.pdf). Acesso em 23 set. 2023.

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

AMCHAM BRASIL 100. **O financeiro pela lente ESG**. 2021. Disponível em: <[https://d335luupugsy2.cloudfront.net/cms/files/218829/1617812300O\\_financeiro\\_pela\\_lente\\_ESG.pdf](https://d335luupugsy2.cloudfront.net/cms/files/218829/1617812300O_financeiro_pela_lente_ESG.pdf)>. Acesso em: 07 out. 2022.

MIOLA, Iagê et al. **Finanças verdes no Brasil: perspectivas multidisciplinares sobre o financiamento da transição verde**. São Paulo: Blucher, 2022. E-book. Disponível em: <https://www.blucher.com.br/financas-verdes-no-brasil>. Acesso em 02 out. 2022.

TAVARES, Andre R. **Curso de direito constitucional**. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. E-book. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553625792/>. Acesso em: 09 out. 2023.

SILVA, José Afonso da. **Aplicabilidade das Normas Constitucionais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Senado: Presidência da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 03 mar. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.938, de 31 de agosto de 1981**. Dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1981. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6938.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6938.htm). Acesso em: 18 mai. 2023.

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, DF: Diário Oficial da União, 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 17 jan. 2023.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1964. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595compilado.htm). Acesso em: 17 jan. 2023.