

# Diário secreto dos investimentos ESG

Quais são os limites das iniciativas voluntárias e o que deve ser endereçado pela  
regulação obrigatória?

---

**Ana Frazão**

Advogada. Professora de Direito Civil e Comercial da UnB. Ex-Conselheira do  
CADE.

---

Em agosto deste ano, Tariq Fancy, ex-executivo da BlackRock, a maior gestora de investimentos do mundo, publicou provocativo ensaio – *The Secret Diary of a Sustainable Investor*<sup>1</sup> - no qual defende que a ideia de capitalismo de *stakeholders* e de investimentos ESG, que confia na ação espontânea de agentes econômicos para o endereçamento de questões ambientais, sociais e de governança, pode ser um perigoso placebo que, além de não atender ao interesse público, pode ainda lhe causar danos.

Seja pela veemência da crítica, seja pelo fato de ela vir de um *insider*, o manifesto de Fancy despertou extrema atenção por parte da imprensa e também dos meios corporativos, pois ataca vários dos pressupostos dos investimentos sustentáveis, dentre os quais:

- (i) a ausência de confiabilidade nos dados sobre investimentos ESG;
- (ii) os riscos de que questões importantes a respeito de *stakeholders* sejam decididas pelos próprios agentes econômicos, com todos os conflitos de interesse e déficits democráticos daí decorrentes;
- (iii) o pouco impacto do desinvestimento para assegurar a pauta ESG;
- (iv) a lentidão com que muitas mudanças fundamentais vêm sendo implementadas, como é o caso das medidas ambientais, em relação às

---

<sup>1</sup> FANCY, Tariq. The secret diary of a sustainable investor. <https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-1-70b6987fa139>. Acesso em 20.09.2021.

quais o chamado investimento sustentável não está produzindo efeitos com a urgência necessária.

Entretanto, um dos pontos fundamentais da crítica de Fancy é mostrar a falácia da ideia de livres mercados. Para o autor, não há dúvidas sobre a importância das regras jurídicas para a existência e o funcionamento dos mercados. Logo, se mercados são conjuntos de regras, não há qualquer problema ou impedimento para que o governo, que já criou as regras atuais, possa agora modificá-las, tornando-as efetivamente compatíveis com os interesses dos *stakeholders*<sup>2</sup>:

“A market economy is at its core a collection of rules. No rules, no market. Just as every competitive sport has clear rules, competitive markets need rules: no rules, no game. Nor is there one set of preordained rules: every rule, ranging from the number of years a new idea gets patent protection to the corporate tax rate, is a deliberate decision that has implications for the outcomes of the system. If we change the rules of the game, we’ll get different outcomes, all of which can be described as market outcomes. Changing those rules is no more an “intervention in the free market” than it was for the government to create that rule in the first place, or for the NBA to decide to draw a line on the court behind which successful shots are worth three points.”

O problema é que, segundo Fancy, os investimentos sustentáveis estariam agindo como “perigoso conto de fadas”, reforçando a ideia de soluções espontâneas decorrentes dos livres mercados e se tornando uma distração mortal para impedir ou retardar a necessária ação governamental para resolver muitos dos problemas do capitalismo, sistema em relação ao qual Fancy destaca que, de acordo com pesquisas, sete em cada dez pessoas consideram que só funciona para os mais ricos e mais poderosos.

Daí a ideia de que, mais do que CEOs envolvidos em investimentos sustentáveis, a nossa maior urgência é de líderes políticos comprometidos e competentes, guiados por evidências e suficientemente não partidários para

---

<sup>2</sup> Op.cit., pp. 23-24.

focar primariamente nas mudanças necessárias da regulação: “to fix the system, we need governments to fix the rules”.<sup>3</sup>

Todavia, para mudar as regras do jogo, Fancy alerta para o fato de que é preciso superar a narrativa de que o governo é o problema e entender que ele pode e deve ser parte da solução, sob pena de simplesmente não se conseguir resolver os desafios mais importantes da nossa época<sup>4</sup>:

“But after decades of being told that government is always the problem rather than the solution, many Americans today fail to appreciate the critical functions that only a government can deliver and without which society has no backup.

Immediately after leaving BlackRock, I had reached the conclusion that our work in sustainable investing was like selling wheatgrass to a cancer patient. There’s no evidence that wheatgrass will do anything to stop the spread of cancer, but it’s tempting to believe it, especially when the doctor is advising chemotherapy.

Unfortunately, I now realize that it’s worse than I originally thought: the evidence around the deadly distraction made it clear that we weren’t just selling the public a wheatgrass placebo as a solution to the onset of cancer. Worse, our lofty and misleading marketing messages were also delaying the patient from undergoing chemotherapy.

And all the while, the cancer continues to spread.”

Por essa razão, o autor deixa claro que a intenção do seu ensaio é precisamente a de comunicar a necessidade de ação governamental urgente<sup>5</sup>:

“The goal of this essay is to clearly communicate the dire need for urgent government action to address systemic problems, not to spell out the specific policies any government must enact: there’s no shortage of expert policy ideas to address these problems, and most will vary

---

3 Op.cit., p. 26.

4 Op.cit., p. 28.

5 Op.cit., p. 38.

in the details from country to country. But our experience with COVID-19 provides a useful template for action with respect to the climate crisis: flatten the curve with one hand, assemble an escape plan with the other.”

Ao assim propor, Fancy dá continuidade a uma linha de argumentação que, já há algum tempo, vem colocando em xeque a eficácia dos investimentos ESG. Como exemplo, pode ser citado o trabalho de Bebchuk e Tallarita<sup>6</sup>, que foi praticamente uma resposta à declaração do *Business Roundtable* de 2019 segundo a qual as companhias deveriam considerar, em seus propósitos, ao lado dos acionistas, também o atendimento de interesses de consumidores, trabalhadores, fornecedores e comunidades.

Dentre os inúmeros argumentos mencionados por Bebchuk e Tallarita, encontra-se o fato de que a “promessa ilusória” do *stakeholderism* pode obscurecer a necessidade de intervenções governamentais para proteger os *stakeholders* via legislação, regulação e desenho de políticas públicas, que seriam as vias adequadas para endereçar as externalidades corporativas.

Assim como Fancy, Bebchuk e Tallarita consideram que o *stakeholderism* pode impedir ou retardar tais reformas, já que as suas expectativas irrealistas podem servir como distração para legisladores, reguladores e formuladores de políticas públicas, afetando a sua disposição e o seu *timing* para as modificações necessárias. Como exemplo, mencionam a questão climática, em relação à qual intervenções governamentais estão sendo negligenciadas ou atrasadas enquanto se aguarda que o *stakeholderism* possa “fazer a sua mágica”.

Como se pode observar, as posturas ora descritas são extremamente cétricas em relação ao *stakeholderism*, desconsiderando muito do potencial que as iniciativas voluntárias têm para proteger interessados, mudar a cultura corporativa ou mesmo criar uma concorrência saudável entre as empresas pelo cumprimento de outros objetivos que não sejam apenas os financeiros, o que pode ser um importante atrativo tanto para consumidores, como para investidores.

---

<sup>6</sup> BEBCHUK, Lucian A.; TALLARITA, Roberto Tallarita. The Illusory Promise of stakeholder governance. Discussion Paper No. 1052 12/2020. The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center).

Entretanto, a crítica proposta por Fancy, a exemplo de Bebchuk e Tallarita, não pode ser ignorada na parte em que ressalta haver limites para as iniciativas voluntárias das companhias. Logo, não se pode dispensar nem colocar em segundo plano o papel da regulação obrigatória, ainda mais quando se trata das graves externalidades negativas geradas pela atividade empresarial.

Em outras palavras, é imprescindível que se delimite o espaço em que é possível e esperado o avanço de iniciativas voluntárias relacionadas ao *stakeholderism* e aos investimentos ESG e o espaço destinado à regulação obrigatória, inclusive para o fim de identificar as áreas em que a regulação deve ser ampliada ou tornada ainda mais rigorosa. Afinal de contas, a agenda ESG não pode servir de pretexto para omissão ou demora na regulação estatal, especialmente diante de assuntos que exijam intervenções urgentes e homogêneas no mercado.

Como adequadamente observado por Fancy, Bebchuk e Tallarita, o pior cenário seria aquele em que os investimentos ESG se tornem um subterfúgio para delegar o enfrentamento de todos os problemas dos mercados e das externalidades negativas da atividade empresarial para as iniciativas espontâneas dos agentes econômicos ou para a autorregulação, ignorando o papel fundamental da regulação obrigatória em várias áreas.

Daí por que a agenda ESG, apesar da sua importância, deve prosseguir ao lado da reflexão sobre em que medida os tão esperados e urgentes avanços ambientais, sociais e de governança não devem ser imediatamente endereçados pela regulação obrigatória, que pode criar um piso protetivo mínimo e homogêneo a partir do qual os agentes econômicos ficarão livres para ampliar o espectro de tutela.

Sob essa perspectiva, fica claro o quanto as discussões sobre investimentos sustentáveis não dispensam a reflexão sobre o papel do Estado para a proteção de *stakeholders* e como a regulação obrigatória pode e deve ser pensada para tal fim, inclusive no que diz respeito à criação de incentivos e medidas instrumentais que estimulem os agentes econômicos nesses propósitos.

Publicado em 06/10/2021

Link: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/diario-secreto-dos-investimentos-esg-06102021>