



PAULA INGEGNERI ATTIE

**O mercado financeiro e a sustentabilidade: o papel
das bolsas de valores**

**Campinas
2013**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

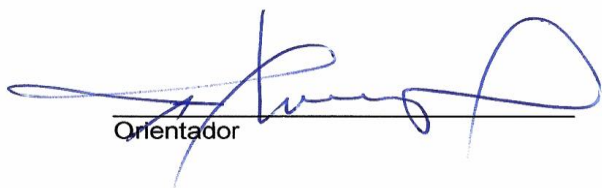
PAULA INGEGNERI ATTIE

**O mercado financeiro e a sustentabilidade: o papel das
bolsas de valores**

Prof. Dr. Ademar Ribeiro Romeiro– orientador

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, área de concentração: Desenvolvimento Econômico, Espaço e Meio Ambiente da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestra em Desenvolvimento Econômico, área de concentração: Desenvolvimento Econômico, Espaço e Meio Ambiente.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELA ALUNA PAULA
INGEGNERI ATTIE ORIENTADA PELO PROF. DR.
ADEMAR RIBEIRO ROMEIRO.**


Orientador

CAMPINAS
2013

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

At83m Attie, Paula Ingegneri, 1989-
O mercado financeiro e a sustentabilidade : o papel das bolsas de valores /
Paula Ingegneri Attie. – Campinas, SP : [s.n.], 2013.

Orientador: Ademar Ribeiro Romeiro.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de
Economia.

1. Bolsa de valores de São Paulo. 2. Mercado financeiro. 3. Investimento. 4.
Desenvolvimento sustentável. 5. Sustentabilidade. I. Romeiro, Ademar
Ribeiro, 1952-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III.
Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Financial markets and sustainability : the role of stock exchanges

Palavras-chave em inglês:

São Paulo stock exchange

Financial market

Investment

Sustainable development

Sustainability

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico, Espaço e Meio Ambiente

Titulação: Mestra em Desenvolvimento Econômico

Banca examinadora:

Ademar Ribeiro Romeiro [Orientador]

José Geraldo Portugal Júnior

Sérgio Gomes Tôsto

Data de defesa: 10-12-2013

Programa de Pós-Graduação: Desenvolvimento Econômico



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

PAULA INGEGNERI ATTIE

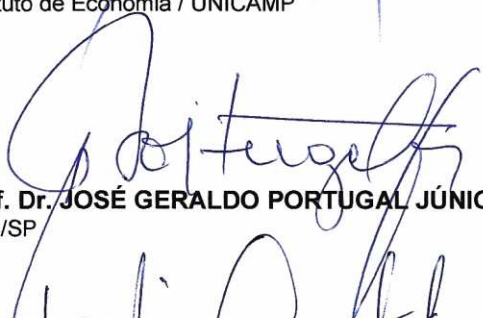
O mercado financeiro e a sustentabilidade: o papel das bolsas de valores

Defendida em 10/12/2013

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. ADEMAR RIBEIRO ROMEIRO
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. JOSÉ GERALDO PORTUGAL JÚNIOR
PUC/SP



Prof. Dr. SÉRGIO GOMES TÔSTO
EMBRAPA

DEDICATÓRIA

Àqueles que acreditam no poder da sabedoria humana em criar alternativas, encontrar soluções e perpetuar o altruísmo em cada gesto e cada passo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família por ser meu porto seguro, minha fortaleza, fonte de sabedoria e segurança necessária para enfrentar os desafios desta trajetória tão complexa, porém fascinante que é a vida!

Ao meu pai e mestre, Miguel, por mostrar os verdadeiros obstáculos e as verdadeiras soluções nesta jornada sempre com plena sabedoria, paciência e amor.

À minha mãe e amiga, Marisa, por ser meu exemplo de mulher, aquela que não desiste e alcança as mais impossíveis conquistas. Obrigada por me encorajar nos momentos mais desesperadores.

Ao meu irmão, Mateus, por sua visão simples, porém profunda das coisas, sempre ao meu lado, mesmo que em silêncio.

À minha tia, Sonia, por entender meus anseios e estar presente todos os dias com orações e ensinamentos sobre a simplicidade.

À BM&FBOVESPA pela flexibilidade concedida para a realização deste Mestrado. À Lucy Pamboukdjian, Diretora Internacional, que me incentivou e me apoiou desde o primeiro dia. À Sonia Favaretto, Diretora de Sustentabilidade, pelas conversas inspiradoras e esclarecedoras. À equipe internacional pela amizade e incentivo de todos os dias.

Ao meu florianopolitano, Thiago, por trazer o Sol em meio à escuridão. Obrigada pelo companheirismo, paciência e admiração.

Aos meus colegas da UNICAMP pelas trocas de experiência e inspiração para construir esse projeto. À Fatima Dias, Secretária do IE, que me auxiliou a trilhar os caminhos da “burocracia universitária”.

Ao Prof. José Geraldo Portugal por me acolher desde a graduação com sua sabedoria intrigante e por contribuir com minha formação pessoal e acadêmica.

Ao Prof. Bastiaan por me incentivar a encontrar um tema que preenchesse meus anseios pessoais e profissionais desde minha primeira aula na UNICAMP.

Ao Prof. Sérgio Tôsto pelas sensíveis contribuições, cruciais a este trabalho.

E finalmente ao meu orientador, Prof. Ademar Ribeiro Romeiro por confiar no meu trabalho e por estar sempre disponível nos momentos em que mais precisei. Muito obrigada Prof. Ademar!

RESUMO

Com as transformações que ocorreram desde os anos 1970 e que tornaram as instituições participantes do mercado financeiro agentes importantes nos processos de crescimento e desenvolvimento econômico, torna-se necessária uma reflexão que permita compreender o que é o mercado como forma de alocação de recursos e como ele pode contribuir para as questões do meio- ambiente. Assim, ao tratar da sustentabilidade e sua relação com o mercado financeiro, este trabalho estuda como as bolsas de valores, ao estabelecerem certos padrões, produtos e nichos de mercado podem atuar e influenciar o sistema econômico fomentando os investimentos sustentáveis. Investimentos, estes, que cobrem uma gama de conceitos e um nicho de ativos no mercado financeiro, tais como a negociação de títulos lastreados em carbono, o investimento em tecnologia limpa e o investimento perante informações sobre o uso do meio-ambiente, responsabilidade social e governança corporativa na construção de portfolios financeiros. O presente trabalho apresenta e analisa a função econômica das bolsas de valores e seu papel nas questões da sustentabilidade em quatro capítulos. O primeiro deles procura fazer um resgate histórico e teórico da inserção das questões do meio ambiente na teoria econômica e da construção do conceito de desenvolvimento sustentável. O segundo capítulo contextualiza a estrutura do mercado financeiro, com destaque para a função econômica das bolsas de valores em um processo de financeirização mundial. O terceiro capítulo relaciona diretamente a importância do investimento sustentável e sua ligação com as bolsas de valores, destacando as principais iniciativas das bolsas membro da Federação Mundial de Bolsas e da Iniciativa Sustainable Stock Exchanges. Por fim, o capítulo quarto, resgata um breve histórico da Bolsa brasileira e avalia a agenda sustentável no mercado brasileiro com relação às principais iniciativas da BM&FBOVESPA e seu papel fundamental na construção de um mercado de capital mais sustentável no país.

Palavras-chave: BM&FBOVESPA, Bolsa de valores, Desenvolvimento sustentável, Investimento sustentável, Mercado financeiro, Sustentabilidade.

ABSTRACT

With the changes that have taken place since the seventies, the institutions that participate in the financial and capital markets have become important agents for growth and economic development. It is therefore necessary to come to an understanding of the market as an instrument for the allocation of resources and look at the contribution it could make to environmental issues. This being the case, in addressing sustainability and its relation to the financial markets, this study analyzes how stock exchanges, by establishing certain standards, products and market niches can act on and influence the economic system by promoting sustainable investments. These investments cover a broad range of concepts and a niche of financial assets, which includes the trading of carbon certificates and securities, investments in clean technology and investments that take into account information on the appropriate use of the environment, social responsibility and corporate governance for the allocation process of financial portfolios. This thesis presents and analyzes the economic function of stock exchanges and their role in relation to sustainability over four chapters. The first makes a historical and theoretical review of the introduction of environmental concerns into economic theory and the creation of the sustainable development concept. The second contextualizes the structure of the capital and financial market, emphasizing the economic function of stock exchanges within a global financialization process. The third chapter deals directly with the importance of sustainable investment and its relationship to stock exchanges, highlighting the main initiatives of the members of the World Federation of Exchanges and the Sustainable Stock Exchanges initiative. Finally, the fourth chapter provides a brief history of the Brazilian Exchange and evaluates the sustainability agenda within the Brazilian capital market, with regard to the main initiatives of BM&FBOVESPA and its fundamental contribution to the building of a more sustainable capital market in Brazil.

Keywords: BM&FBOVESPA, Stock exchange, Sustainable development, Sustainable investment, Financial market, Sustainability.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ASX- Australian Stock Exchange

BM&FBOVESPA- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BNDES- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BSE- Bombai Stock Exchange

BVSA- Bolsa de Valores Socioambientais

CCX- Chicago Climate Exchange

CER- Certified Emission Reduction

CERES- Coalition for Environmentally Responsible Economies

CVM- Comissão de Valores Mobiliários

DJSI- Dow Jones Sustainability Index

ECX- European Climate Exchange

EEX- European Energy Exchange

EGX- Egyptian Stock Exchange

ESG- Environmental, Social and Corporate Governance

ETF- Exchange Traded Fund

EU ETS- European Union Emissions Trading Scheme

EUROSIF- European Sustainable Investment Forum

FGV- Fundação Getúlio Vargas

FTSE- Financial Times and London Stock Exchange (*UK stock index*)

GEE- Gases do Efeito Estufa

GRI- Global Reporting Initiative

HFT- High Frequency Trading

HKEx- Hong Kong Exchange

IBOVESPA- Índice Bovespa

IBRX-50- Índice Brasil 50

ICO₂- Índice Carbono Eficiente

IIGCC- Institutional Investors Group on Climate Change

IIRC- International Integrated Reporting Committee

INRC- Investor Network on Climate Risk
IOSCO- International Organization of Securities Comissions
IPO- Initial Public Offering
ISAR- International Standards of Accounting and Reporting
ISE- Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISR- Investimento Socialmente Responsável
JSE- Johanesburg Stock Exchange
LSE- London Stock Exchange
MBRE- Mercado Brasileiro de Redução de Emissões
MCex- Montreal Climate Exchange
MDIC- Ministério de Desenvolvimento Industria e Comércio Exterior
MDL- Mecanismo de Desenvolvimento Limpo
MIT- Massachusetts Institute of Technology
NSE- National Stock Exchange of India
ONU- Organização das Nações Unidas
OTC- Over the Counter
PIB- Produto Interno Bruto
PRI- Principles for Responsible Investment
REC- Redução Certificada de Emissão
RSC- Responsabilidade Social Corporativa
SEBI- Securities and Exchange Bureau of India
SET- Stock Exchange of Thailand
SGX- Singapore Stock Exchange
SRII- Sustainability-related Investment índices
SRO- Self Regulating Organization
SSE- Sustainable Stock Exchanges
SZSE- Shenzen Stock Exchange
TWSE- Taiwan Stock Exchange
UNCTAD- United Nations Conference on Trade and Development
UNEP- United Nations Environmental Programme
UNGC- United Nations Global Compact

US SIF- US Sustainable and Responsible Investment Forum

VER- Verified or Voluntary Emissions Reduction

WFE- World Federation of Exchanges

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- A Curva de Kuznets Ambiental	18
Gráfico 2- Classificação das bolsas de valores membro da WFE por tipo de instituição e distribuição por região	42
Gráfico 3- Origem das receitas das bolsas membro da WFE em 2012.....	44
Gráfico 4- Evolução da origem das receitas das bolsas membro da WFE em 2012.....	44
Gráfico 5- Capitalização de mercado em ações nas bolsas membro da WFE	48
Gráfico 6- Capitalização de mercado em ações por região.....	49
Gráfico 7- Volume total negociado em renda variável	50
Gráfico 8- Total negociado em renda variável por região	51
Gráfico 9- Evolução do número de companhias listadas nas bolsas membro da WFE ..	51
Gráfico 10- Número de companhias listadas por região	52
Gráfico 11- Capitalização de mercado em ações em relação ao PIB (% Mundial)	53
Gráfico 12- Capitalização de mercado em ações em relação ao PIB por região (%PIB)	54
Gráfico 13- Evolução do total de signatários do PRI	59
Gráfico 14- Evolução do número de índices sustentáveis criados pelas bolsas membro da WFE	84
Gráfico 15- Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) comparado ao Ibovespa.....	125
Gráfico 16- Desempenho do Índice Carbono Eficiente (ICO ₂) comparado ao IBRX-50	125

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- O Fluxo Circular da Renda na Economia.....	21
Figura 2- Limites ao crescimento da macroeconomia	23
Figura 3- O Mercado Financeiro.....	35
Figura 4- Grupo Consultivo da SSE	70
Figura 5- O papel das bolsas de valores e sua relação com diferentes stakeholders	96

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Fundos de investimento responsável nos EUA (1995-2012)	86
Tabela 2- Índices de sustentabilidade oferecidos pelas bolsas membro da WFE.....	87
Tabela 3- Fundos de investimento brasileiros baseados no ISE.....	122

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1- ECONOMIA, DESENVOLVIMENTO E MEIO AMBIENTE	7
1.1 O CRESCIMENTO ECONÔMICO EM PAUTA	8
1.2. DESENVOLVIMENTO E SUSTENTABILIDADE: A CONSTRUÇÃO DE UM CONCEITO	13
1.3- O MEIO AMBIENTE NA TEORIA ECONÔMICA	17
1.4- REFLEXÕES ECONÔMICO- ECOLÓGICAS	26
CAPÍTULO 2- A FUNÇÃO ECONÔMICA DAS BOLSAS DE VALORES	31
2.1- FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA E DO CAPITAL	31
2.2- O MERCADO FINANCEIRO - ESTRUTURA E CONCEITOS	34
2.3- O SURGIMENTO DAS BOLSAS DE VALORES E SUA FUNÇÃO ECONÔMICA ..	38
2.4- DIMENSÃO DO MERCADO DE BOLSAS NO MUNDO	47
CAPÍTULO 3- AS BOLSAS DE VALORES E O INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL....	57
3.1- A IMPORTÂNCIA DO INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL E SUA RELAÇÃO COM AS BOLSAS DE VALORES	57
3.2- A INICIATIVA DE BOLSAS DE VALORES SUSTENTÁVEIS- SSE.....	67
3.3- INICIATIVAS DAS BOLSAS DE VALORES DO MUNDO PARA FOMENTO DO INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL.....	75
3.3.1- AUMENTO DOS PADRÕES DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DE ESG ENTRE COMPANHIAS LISTADAS	76
3.3.2- DESENVOLVIMENTO DE PRODUTOS E SERVIÇOS DE INFORMAÇÃO PARA INVESTIDORES E PARTICIPANTES DO MERCADO	83
3.3.3- CRIAÇÃO DE MERCADOS ESPECIALIZADOS PARA O NICHOS DE INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL	88
3.4- DESAFIOS E OPORTUNIDADES À FRENTE	93
3.4.1- FATORES INTERNOS ÀS BOLSAS DE VALORES	93

3.4.2- FATORES EXTERNOS ÀS BOLSAS DE VALORES	96
3.4.3- PRÓXIMOS PASSOS.....	101
CAPÍTULO 4- SUSTENTABILIDADE NA BM&FBOVESPA- O CASO BRASILEIRO	105
4.1- A BM&FBOVESPA- ESTRUTURA E ELEMENTOS HISTÓRICOS	105
4.2- A AGENDA SUSTENTÁVEL NA BOLSA BRASILEIRA.....	110
4.3- MERCADO DE REDUÇÃO DE EMISSÕES- MBRE.....	116
4.4- O VALOR DOS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE BRASILEIROS.....	119
4.5- REPORTE DE INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS POR COMPANHIAS LISTADAS – A INICIATIVA “RELATE OU EXPLIQUE”	126
CONSIDERAÇÕES FINAIS	129
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	135
ANEXOS	149
ANEXO I- Os Princípios para o Investimento Responsável das Nações Unidas (PRI).....	149
ANEXO II: Bolsas de valores que responderam à pesquisa da SSE em 2012.....	151
ANEXO III- Relação de exigências e recomendações regulatórias de Reporte de Informações Ambientais /Não-Financeiras no Brasil	153
ANEXO IV- Composição das bolsas membro da Federação Mundial de Bolsas.....	155

INTRODUÇÃO

Frente ao horizonte de longo prazo, há tempos existe um consenso sobre a questão ambiental e seus impactos no funcionamento e na reprodução dos mercados. O meio ambiente deixou de ser uma preocupação dos ambientalistas e defensores da fauna e da flora e passou a ser tópico fundamental na agenda política, econômica e social. Já não há mais dúvida de que a economia deva ser repensada para o alcance de um sistema sustentável. Assim, respostas dos governos, dos agentes econômicos, da comunidade científica e da população propõem mudanças e esforços de coordenação e comprometimento global com a sustentabilidade.

Esse comprometimento se fortaleceu com a ideia de “desenvolvimento sustentável” que entrou num processo de legitimação como “conceito político” e como “conceito amplo para o progresso econômico e social” que se consolida no documento “Nosso Futuro Comum” publicado em 1987 no Relatório Brundtland perante assembleia geral da ONU, como: “o desenvolvimento que satisfaz as necessidades atuais sem sacrificar a habilidade do futuro de satisfazer as suas”. E vem sendo incorporado nos diversos setores da economia, em especial no mercado financeiro e de capitais.

O discurso ambientalista não pode ignorar as grandes transformações que ocorreram com a financeirização da economia desde os anos 1970 e que tornaram as instituições participantes do mercado financeiro e de capitais importantes agentes da transformação e dos processos de crescimento e desenvolvimento econômico. Por essa razão, torna-se necessária uma reflexão que permita compreender o que é o mercado como forma de alocação de recursos e como ele pode contribuir para as questões do meio- ambiente.

Assim, acreditamos que ao tratar da sustentabilidade, devemos estudar como essas instituições estão atuando e influenciando o sistema econômico no que diz respeito aos investimentos sustentáveis. Investimentos, estes, que cobrem uma gama de conceitos e um nicho de ativos no mercado financeiro tais como: negociação de títulos lastreados em carbono, investimento em tecnologia limpa, investimento perante informações sobre o uso do meio-ambiente, questões sociais, ambientais e de

governança corporativa (ESG) na construção de portfólios financeiros que são parte crucial no funcionamento do sistema produtivo e financeiro.

Nesse, âmbito, a questão chave das tendências para o investimento sustentável é a crescente preocupação política e econômica com as mudanças climáticas, juntamente com incentivos baseados no mercado e regulação adequada para a transição a uma economia de baixo carbono. A *United Nations Environment Programme* (UNEP), baseada em diversos estudos, estimou já em 2011 que seriam necessários de U\$ 1,05 a 2,59 trilhões por ano para financiar uma possível transição à economia, o equivalente a aproximadamente 2% do PIB mundial. (UNEP, 2011, p.4) Estima-se que 80% desse capital viria de instituições financeiras privadas e, por essa razão, as bolsas de valores possuem um papel importante como indutoras de investimento financeiro sendo plataformas de negociação com poder de autorregulação e fomento de mercado. Ainda, o ambiente das bolsas envolve uma série de agentes, que encontram espaço comum em suas plataformas, como os investidores, empresas, bancos, reguladores e até mesmo a sociedade civil.

Portanto, é crucial estudar a função econômica das bolsas de valores e seu papel nas questões da sustentabilidade no Brasil e no mundo. Procurar entender por que algumas delas estão à frente com iniciativas sustentáveis e promovendo mercados responsáveis pode servir de base para estimular uma economia mais verde no longo prazo. Sabemos que cada mercado deve ser entendido em seu contexto peculiar, porém vale a pena discutir o que está sendo feito e os tipos de estratégias de negócio voltadas ao investimento sustentável entre os membros da Federação Mundial de Bolsas.

A questão que se coloca é: “Podem as bolsas de valores cumprir um papel crucial na promoção do desenvolvimento sustentável (dimensão social, econômica e ambiental)? De que forma o fazem?”.

A hipótese do presente trabalho é a de que as bolsas de valores cumprem um papel importante na promoção do desenvolvimento sustentável, na medida em que estabelecem certos padrões, produtos e nichos de mercado que fomentam os investimentos sustentáveis no mercado financeiro e de capitais. E que, nesse sentido, atuam de três formas principais: a primeira com o estímulo ao reporte de informações

não financeiras relacionadas a questões sociais, ambientais e de governança corporativa (ESG, na sigla em inglês) tais como, relatórios de sustentabilidade, guias de publicação de informações, regras de listagem, iniciativas “relate ou explique”. A segunda com o desenvolvimento de produtos e serviços de informação para investidores e participantes do mercado como a criação de índices de sustentabilidade. E, a última, com a criação dos mercados especializados para o nicho de investimento sustentável como o mercado de carbono, de ativos ambientais e de tecnologia limpa.

Desse modo, o objetivo principal deste trabalho será apresentar e analisar as iniciativas das principais bolsas de valores no mundo e da BM&FBOVESPA no Brasil, pioneira e benchmark mundial para questões sociais e ambientais, na promoção do desenvolvimento sustentável.

Metodologicamente a estrutura do trabalho foi construída com uma revisão bibliográfica referente (a) às questões do meio ambiente na teoria econômica resgatando alguns conceitos importantes envolvidos nas vertentes da Economia Ecológica e da Economia Ambiental (b) aos instrumentos financeiros para a sustentabilidade e investimento sustentável; ao (c) papel das bolsas de valores e mercado financeiro; (d) aos Princípios do Investimento Sustentável das Nações Unidas (PRI). Em seguida foram analisadas as iniciativas das principais bolsas membro da Federação Mundial de Bolsas (WFE) para a sustentabilidade no mundo; os relatórios de *Sustainable Stock Exchanges* (SSE); e a estrutura de mercado brasileira em que se insere a BM&FBOVESPA: (i) regulação da Comissão de Valores Mobiliários; (ii) regras e políticas da própria Bolsa brasileira e (iii) estruturação de produtos e práticas sustentáveis pela BM&FBOVESPA.

Finalmente, foi avaliado o desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e do Índice Carbono Eficiente (ICO₂) comparados com a evolução dos principais benchmarks do mercado financeiro, o Índice Bovespa (IBOVESPA) e o Índice Brasil 50 (IBRX-50), bem como a evolução da iniciativa “Relate ou Explique” a fim de mostrar a importância que os investidores e outros agentes do mercado de capitais atribuem à sustentabilidade.

A dissertação está baseada em quatro capítulos que procuram construir o fio condutor deste trabalho. No primeiro capítulo, procuramos fazer um resgate histórico e

teórico das questões do meio ambiente na teoria econômica e a construção do conceito de desenvolvimento sustentável. Nele, destacamos a polarização da Economia Ambiental Neoclássica e da Economia Ecológica, principalmente destacando a noção de limites ao crescimento, e procuramos traçar um “caminho do meio” institucionalizado pela expressão do “ecodesenvolvimento” ou “desenvolvimento sustentável” no conhecido relatório de Brundtland. Além disso, o capítulo traz reflexões sobre a necessidade de nos voltarmos ao entendimento do funcionamento dos mercados como balizadores e instrumentos em prol da sustentabilidade, claro que apoiados por aparatos complementares como regulações que estimulem inovações, iniciativas voluntárias. A noção de limites (ou não existência de limites) ao dinheiro é também trazida ao final como ponto chave da relação das preocupações econômico-ambientais e sua relação com a dominância dos mercados financeiros.

Feita essa passagem pela teoria, no segundo capítulo abordamos a função econômica das bolsas de valores no mercado financeiro, destacando o processo de financeirização da economia nas últimas décadas e a estrutura do mercado de capitais e suas principais funções. Procuramos relacionar a importância do capital financeiro e atuação dos investidores institucionais na gestão dos recursos financeiros mundiais e demanda por valorizações de capital. Nesse contexto, acreditamos que as bolsas como formadoras de mercado estimulam investidores, empresas e outros agentes a adotarem certos padrões referentes a preocupação com questões de ESG no mercado financeiro. Além disso, destacamos um breve histórico do surgimento das bolsas com o advento das sociedades anônimas e a estrutura pela qual passaram com os processos de desmutualização e concorrência global, os quais são importantes para delinear sua habilidade de ação em cada mercado peculiar. Esse capítulo chega a uma primeira aproximação da hipótese do trabalho, na qual as bolsas possuem um papel importante no mercado financeiro e, por consequência, na introdução das questões da sustentabilidade já que constituem o ambiente principal em que os agentes balizam suas decisões e reúnem compradores e vendedores promovendo padrões e direcionando a alocação de ativos no mercado financeiro e de capitais.

No terceiro capítulo analisamos diretamente a importância do investimento sustentável e sua relação com as bolsas de valores. Através do conceito de

investimento sustentável procuramos mostrar como as principais bolsas de valores no mundo estimulam e implementam diversas iniciativas que procuram promover a sustentabilidade através dos investimentos financeiros e de capital. Destacamos, em primeiro lugar, a evolução da percepção do investimento responsável com a análise da evolução dos signatários dos Princípios do Investimento Responsável das Nações Unidas (PRI) e da principal iniciativa de bolsas a *Sustainable Stock Exchanges* (SSE) que promove desde 2009 diálogos entre estas instituições em prol da sustentabilidade. O capítulo comprova a hipótese principal do trabalho a partir da análise das principais iniciativas das bolsas de valores no mundo e ressalta os principais desafios e oportunidades das bolsas no contexto do desenvolvimento sustentável.

Por fim, no quarto capítulo avaliamos a experiência brasileira destacando a agenda sustentável da BM&FBOVESPA e seu papel fundamental na construção de um mercado de capitais mais sustentável. Resgatamos os principais elementos estruturais e da formação histórica da Bolsa brasileira analisando suas principais iniciativas para fomentar a sustentabilidade. A BM&FBOVESPA, que hoje é a única bolsa no Brasil, foi pioneira nas questões da sustentabilidade no mundo, sendo a primeira a assinar o Pacto Global das Nações Unidas em 2004. Desde então, desenvolveu diversas iniciativas que são reconhecidas como referência mundial e que são analisadas neste capítulo.

Assim, a partir do fio condutor deste trabalho, esperamos mostrar o modo como o mercado financeiro, representado pelas bolsas como instrumento de incentivo econômico, pode auxiliar o sistema econômico a alcançar a efetividade na alocação de recursos frente ao estabelecimento de uma escala sustentável que considere, cada vez mais, critérios de justiça e responsabilidade social. A ideia principal é que os mecanismos de mercado não teriam capacidade de proteger a Humanidade de crises e catástrofes ecológicas e ambientais, mas poderiam mitigar e otimizar recursos no presente, principalmente se combinados com regulamentações e políticas sociais complementares que almejem uma sociedade mais consciente e eticamente preocupada com as questões da vida humana em seu *habitat*.

CAPÍTULO 1- ECONOMIA, DESENVOLVIMENTO E MEIO AMBIENTE

É evidente que o mundo precisa de uma nova economia. A maneira como a vida humana está organizada desde a Primeira Revolução Industrial impôs um ritmo de produção e consumo que passaram a ser questionados de forma veemente quando entendida dentro do contexto global de preocupação da interação do homem com o meio ambiente no qual está inserido. Apesar do progresso material, a ideia de crescimento incessante da produção choca-se com os limites dos ecossistemas e nos força a pensar no potencial real de a economia oferecer aumento de bem estar às populações somente com o crescimento do produto per capita.

Há tempos existe um consenso sobre a questão ambiental e seus impactos sob as perspectivas do funcionamento e reprodução dos mercados. O meio ambiente deixou de ser uma preocupação dos ambientalistas e passou a ser uma questão fundamental na agenda política, econômica e social. Já não há mais dúvida que o funcionamento das economias modernas deva ser repensado para o alcance de um desenvolvimento mais sustentável ambientalmente.

Assim, pois, as preocupações acerca do funcionamento do sistema econômico são pontos cruciais nas discussões e proposições teóricas da ciência econômica moderna desde sua concepção. O crescimento do PIB, o aumento da capacidade produtiva, o fomento da industrialização, os planos de desenvolvimento para países emergentes entre outros, são exemplos clássicos destas preocupações. Porém, os estudos e pesquisas ambientais das últimas décadas fizeram do meio-ambiente uma das preocupações na trajetória do desenvolvimento econômico. Consequentemente, ações que assegurem a sobrevivência das espécies e da biosfera encontram-se no cerne da manutenção das condições de reprodução de nossa própria vida e no direcionamento do sistema econômico mundial.

Procuraremos, neste capítulo, transitar da polarização clássica da teoria econômica entre o otimismo de Sollow (2000) e seus seguidores, de que a tecnologia permitirá um crescimento contínuo e sustentado no longo prazo sem que a natureza se constitua um sério obstáculo a essa expansão, às ideias de Georgescu-Roegen

acerca do crescimento da entropia¹ e ainda a ideia menos pessimista de “crescimento estacionário” de Herman Daly (1973) que prevê a necessidade do estabelecimento de limites à ‘obsessão’ pelo crescimento do produto. Abordaremos, ainda, uma espécie de “caminho do meio”, que acredita na possibilidade de um “desenvolvimento sustentável”, contrapondo àqueles que “teimam em considerar o crescimento econômico como um mal absoluto, quaisquer que sejam as suas modalidades e os usos sociais do seu produto” (SACHS, 2006).

A questão crucial que permeia as reflexões que serão desenvolvidas aqui é: como conciliar a necessidade de crescimento das economias com os limites ambientais?

Este capítulo é composto de quatro seções: na primeira, é traçada uma breve reflexão acerca do crescimento econômico e do questionamento quanto aos seus efeitos no aumento, ou não, de bem estar e igualdade de renda. A segunda seção, aborda a institucionalização do conceito de desenvolvimento sustentável e os debates e contradições envolvidos em sua definição, a terceira trata da inserção do meio ambiente na teoria econômica em suas vertentes antagônicas da Economia Ambiental e da Economia Ecológica. E por fim, a quarta seção procura recuperar elementos econômicos e ambientais para uma reflexão baseada numa visão econômico-ecológica.

1.1 O CRESCIMENTO ECONÔMICO EM PAUTA

O crescimento econômico constituiu por muito tempo na teoria econômica, sinônimo de melhora no bem estar humano e principal mecanismo para evitar catástrofes sociais. Porém, apesar dos inegáveis progressos quantitativos que o crescimento gerou, principalmente no pós-guerra para as economias desenvolvidas e mais recentemente nas economias periféricas, alguns aspectos cruciais na definição de “bem estar” ou “felicidade”, se quisermos ser mais enfáticos, não poderiam se apoiar somente na defesa do crescimento econômico como um fim último das necessidades humanas na Terra. O questionamento da “mágica” do crescimento e de seus benefícios sociais surge do fracasso da generalização em escala mundial desse

¹ Seguindo conceitos da termodinâmica, o aumento da entropia seria a transformação de formas úteis de energia em formas que não podem ser utilizadas pelos seres humanos como, por exemplo, energias em formas de calor que se tornam tão difusas que o homem não é capaz de reutilizá-las.

crescimento sustentado que, com o tempo, foram evidenciados, tais como: a crescente impossibilidade de generalizações de padrões de produção industrial e consumo dos países avançados para países em desenvolvimento, problemas ambientais globais, e aumento da desigualdade social.

Estudos sobre o crescimento ganharam força no pós-guerra devido ao seu poder de recuperação das nações. Por produzir aumento das possibilidades de escolha, o crescimento foi por muito considerado pelos economistas como sinônimo do aumento de bem-estar². A visão do crescimento econômico, desde Francis Bacon, J. Stuart Mills, Thomas Malthus, David Ricardo e Marshall, se apoiava na ideia geral de progresso, nesse sentido. Francis Bacon foi o grande precursor dessa ideia destacando que o objetivo legítimo das ciências era cumprir o “dom da vida humana para novas invenções e riquezas”, ou como postulou J. B. Bury: “a melhoria da vida humana, para aumentar a felicidade dos homens e mitigar seus sofrimentos” (ABRAMOVITZ, 1989, p.322). Mas as noções de progresso e progresso econômico não podem ser consideradas estritamente as mesmas, já que o progresso inclui avanços não só econômicos, mas também intelectuais, morais, e espirituais, bem como outras satisfações que não estão diretamente relacionadas com o consumo e a oferta de bens.

A década subsequente à Segunda Guerra Mundial foi marcante, nesse sentido, em três aspectos: (i) o crescimento se tornou o objetivo principal da política social no mundo todo; (ii) no período de 1948 a 1973 houve um recorde do aumento da produtividade do trabalho americano e, na Europa Ocidental e no Japão, o crescimento também se mostrou intenso; (iii) porém, com o rápido crescimento, surgiram dúvidas principalmente no Terceiro Mundo, que almejavam o crescimento mas apontavam para certas preocupações quanto aos riscos que o mesmo poderia causar, como a degradação ambiental, dependência tecnológica, custos não mensurados pelo PIB, etc.(ABRAMOVITZ, 1989, p.329) O progresso tecnológico e a acumulação de capital poderiam ter sido as bases para o progresso sustentado do bem estar humano baseado no crescimento do produto per capita, mas se provaram insuficientes.³

² Apoiados no utilitarismo de Bentham (1907) que se baseia na compreensão empírica de que os homens regulam suas ações de acordo com o prazer e a dor, perpetuamente tentando alcançar o primeiro e escapar à segunda.

³ Ao tratar da preocupação com o crescimento econômico, a questão da distribuição dos frutos deste crescimento entre: (i) os proprietários de terra sob a forma de renda da terra; (ii) os donos do capital sob a forma de lucro e (iii) os trabalhadores sob a forma de salários é fundamental para entender sua dinâmica. Para David Ricardo (1817),

Portanto, ao estimular efeitos desiguais, alguns autores como Arrighi (1997), defendem o crescimento econômico como sendo um jogo no qual há um beco sem saída de trocas desiguais entre a semiperiferia⁴ em que Estados industrializados se apropriam de uma parcela desproporcional dos benefícios da divisão internacional do trabalho, ao passo que a maioria dos outros Estados colhe apenas os benefícios que são necessários para conservá-los na relação de troca desigual. Os primeiros são o “núcleo orgânico” da economia capitalista mundial e os últimos constituem sua “periferia”.⁵ Porém, essa visão esbarra na contradição de que países como China, Índia entre outros, apesar de constituírem, por um período a “periferia”, conseguiram se inserir na trajetória do crescimento e se beneficiarem das interações com o “núcleo-orgânico”⁶ da economia.

Independentemente da visão da dependência ou da modernização no processo de crescimento econômico, temos de reconhecer que o modo convencional de medir esse crescimento, hoje desempenhado pelo cálculo do Produto Interno Bruto (PIB), ou do Produto per capita (PIB per capita) não explicita as satisfações humanas, por exemplo, com atividades de lazer, trabalho doméstico, etc. Além disso, estes indicadores não levam em conta a degradação imposta pela produção intensiva em recursos naturais como a poluição da água, do ar, etc. Similarmente, as estimativas negligenciam as perdas que o consumo de uma pessoa possa afetar negativamente o consumo de outras.⁷ Melhores medidas de bem estar são possíveis, mas sempre

economista clássico que escreveu no início do século XIX, a ciência econômica deveria explicar a distribuição que ele chamou de “funcional” entre as três classes e determinar as leis naturais que orientam essa distribuição a fim de manter a dinâmica de crescimento no longo prazo e retardar a tendência de um estado estacionário na economia – derivada da lei dos rendimentos decrescentes da produção de bens com relação à utilização de fatores.

⁴ Posição intermediária de um país na estrutura núcleo orgânico- periferia da economia capitalista mundial.

⁵ A alegação teórica central da análise de sistemas mundiais a respeito desse resultado sistêmico é que a capacidade de um Estado de se apropriar dos benefícios da divisão mundial do trabalho é determinada principalmente por sua posição, não numa rede de trocas, mas numa hierarquia de riqueza (entendida como renda de Longo Prazo). Ver: (Arrighi, 1997, p.215).

⁶ Arrighi (1997) explora os efeitos da divisão internacional do trabalho polarizando o mundo em núcleo orgânico – onde se realizam atividades “cerebrais” (fluxo de inovações, novos métodos de produção, novas fronteiras de suprimentos, novas formas de organização remetendo às atividades de “Destruição criativa” de Schumpeter que proporcionam aos agentes inovadores ganhos extraordinários muito acima do lucro médio proporcionado pelas atividades rotineiras “neuromusculares”) e as jurisdições periféricas – que tende a se tornar o lugar onde se realizam essas atividades “neuromusculares”.

⁷ Economistas ficam ansiosos por não conseguirem definir nem medir a felicidade como *proxy* do bem estar. O crescimento econômico tornou-se meramente o alcance de uma maior capacidade de produção, portanto uma maior possibilidade de escolha entre bens, lazer e distribuição destes bens para a sociedade. E essa é a justificativa para que o crescimento econômico seja entendido como sinônimo do aumento de bem estar. (ABRAMOVITZ, 1989, p.325)

haverá problemas em designar valores exatos às externalidades produzidas pela produção e pelo consumo e este é um dos principais problemas quando as preocupações ambientais entram no debate do crescimento *versus* meio ambiente.

Se pensarmos no simples fato de que ao passo que a renda dos indivíduos aumenta, seu consumo é direcionado a bens de necessidade cada vez mais supérflua, o aumento da satisfação marginal também diminui, seguindo a “lei econômica da utilidade marginal decrescente”. Esse fato é ilustrado perfeitamente pelo “Paradoxo de Easterlin”. Richard Easterlin analisou o crescimento nos EUA e concluiu que um aumento da renda média não foi acompanhado por um aumento da felicidade das pessoas. Em um mesmo período de tempo as pessoas em um estrato de renda ao aumentá-la estavam mais felizes, porém ao analisar séries temporais, com o aumento de renda, estas mesmas pessoas não se encontravam mais felizes do que antes. A explicação de Richard Easterlin foi de que: (i) a satisfação das pessoas é relativa, depende não dos valores absolutos da renda obtida, mas dos valores relativos a outras pessoas da mesma comunidade; (ii) o fenômeno da habituação, ou seja, a sensação de felicidade não depende da renda em si, mas de uma nova experiência, ou, expectativa com o aumento dela derivada de fatores psicológicos; (iii) ao passo que a renda aumenta, tempo e espaço ficam mais caros (ABRAMOVITZ, 1989, p.334-337).

Os críticos do crescimento ainda advogam que a tecnologia e o desenvolvimento industrial trazido pelo crescimento econômico modificam a forma como o Trabalho é desempenhado. Ele perde seu sentido inicial, da forma como era para os artesãos das guildas medievais, por exemplo, que encontraram em seu ofício um prazer conectados com sua casa, família e caráter comunitário de seu trabalho e podiam ver o fruto final de todo o seu esforço. Alegam que a natureza do progresso tecnológico é criar produtos padronizados, de consumo em massa devido às economias de escala, e estes que restringem os empregos definindo – os como “robotlike occupations”. (ABRAMOVITZ, 1989, p.342)

Esta posição pode parecer um pouco de mitificação do passado feita pelos críticos ao crescimento, mas não deixa de ter certo sentido ao colocar a importância da relação humana com seu trabalho. Além disso, o crescimento concentra a população nas cidades, o que possibilitou o desenvolvimento da cultura e melhora, até certo ponto,

da qualidade de vida nestas. Já os defensores do crescimento alegam que o aumento das escolhas possibilita maior liberdade aos indivíduos. Os críticos rebatem dizendo que este é um instrumento que cria a compulsão⁸ pelo crescimento infinito.

Sendo assim, cabe a nós refletirmos sobre a importância do crescimento econômico como sendo condição necessária, mas não suficiente para o desenvolvimento humano. E este desenvolvimento deve ser entendido no contexto mundial, porém sem perder a individualidade de cada nação. Seguindo a afirmativa de Altvater (1992, p.25) ao refletir a ideia de que os modelos de industrialização não poderiam ser entendidos como “modelos de reprodução” a serem levados de um lugar a outro simplesmente e implementados, mas que deveriam ser entendidos em seu contexto peculiar como forma de desenvolvimento de cada nação:

O modelo de industrialização capitalista visivelmente não é universalizável. Não parece ser possível espalhar pelo mundo inteiro um modo de vida e de trabalho, que, em primeiro lugar, se baseia num elevado consumo energético e material; que, em segundo, precisa dispor de sistemas energéticos e de transformação material eficientes e inteligentes; e que, em terceiro, precisa realizar e organizar nesta base uma prática de vida europeia-ocidental, com os correspondentes modelos ideológicos e de pensamento e instituições políticas e sociais reguladoras.

Podemos derivar de sua afirmativa uma das principais questões do debate do desenvolvimento econômico: (i) a oposição entre aqueles que acreditavam que o crescimento econômico estava aberto como possibilidade a todos os países, sendo uma condição necessária e suficiente para a inclusão social; (ii) e aqueles que, ao contrário, acreditavam que o crescimento econômico e seus benefícios eram para poucos, os países capitalistas centrais.

Altvater constrói uma estrutura teórica que explica a desigualdade na esfera internacional defendendo que os países centrais, conscientes dos limites ambientais, perpetuam o subdesenvolvimento da periferia através da manipulação da dívida externa, como meio principal, com o objetivo de mantê-los como produtores de matérias primas evitando que estes se transformem em consumidores concorrentes por recursos naturais. Apesar dessa visão radical, o autor contribuiu para as discussões nesse

⁸ Abramovitz (1989) define o fenômeno da compulsão alegando que ocorrem perdas no instinto social de simpatia, solidariedade e tendência à cooperação fazendo com que as pessoas sejam encorajadas a pensar que a vida se baseia simplesmente no estabelecimento de relações contratuais de trocas, de competição e de autoridade.

âmbito integrando a existência de limites ambientais ao crescimento econômico, antes tido como infinito. (ROMEIRO, 2011, p.7).

No entanto, a ideia de limites ambientais ao crescimento se institucionalizou quando os debates do Desenvolvimento Sustentável surgiram no âmbito das discussões globais nas Nações Unidas de como alcançar um desenvolvimento que devesse ser economicamente sustentado (ou eficiente), socialmente desejável (ou incluyente) e ecologicamente prudente (ou equilibrado). Os dois primeiros critérios já estavam presentes no debate sobre crescimento e desenvolvimento econômico que se abre no pós-guerra e que foi brevemente discutido até aqui. O terceiro é novo, e será explorado na segunda seção.

1.2. DESENVOLVIMENTO E SUSTENTABILIDADE: A CONSTRUÇÃO DE UM CONCEITO

Na década de 1970, com o relatório do Clube de Roma⁹, que publicou como solução para uma futura catástrofe ambiental taxas de crescimento nulas, foi reintroduzida na economia a discussão dos recursos naturais. A publicação trouxe de volta trabalhos esquecidos como a regra de gestão de recursos florestais de Faustmann de 1849, o estudo de 1931 de Hotelling sobre regras de uso ótimo dos recursos esgotáveis entre outras análises inicialmente neoclássicas. (SILVA, 2003, p.34)

Surgiu, então, sob o nome de ecodesenvolvimento, a raiz do desenvolvimento sustentável. A autoria do termo não é bem estabelecida, mas existe concordância geral em atribuir ao economista franco-polonês Ignacy Sachs, da Escola de Altos estudos em Ciências Sociais de Paris uma preeminência nas suas qualificações conceituais:

O ecodesenvolvimento é um caminho promissor tanto para países ricos como para países pobres. Para estes mais do que nunca, a alternativa se coloca em termos de projetos de civilização originais ou de não desenvolvimento, não mais parecendo possível nem, sobretudo, desejável a repetição do caminho percorrido pelos países industrializados(...) (SACHS, 1986, p.10).

De acordo com a definição de Sachs (1986), para um determinado país ou região o ecodesenvolvimento poderia ser traduzido no desenvolvimento endógeno e

⁹ Fundado em 1968, o Clube de Roma é um grupo de pessoas que se reúnem para debater um vasto conjunto de assuntos relacionados à política, economia internacional e, sobretudo, ao meio ambiente e o desenvolvimento sustentável.

dependente de suas próprias forças com o objetivo de responder à problemática da integração das preocupações sociais e econômicas do crescimento econômico com uma gestão ecologicamente prudente dos recursos e do meio ambiente. O ecodesenvolvimento promove uma solidariedade da geração atual com as gerações futuras, na medida em que desloca a lógica da produção para a ótica das necessidades fundamentais da população para garantir às gerações futuras as possibilidades de desenvolvimento. Essa é uma visão expressa na economia ecológica e dos recursos naturais. Portanto, o ecodesenvolvimento de Sachs poderia ser visto como um projeto de “civilização”, na medida em que promove um novo estilo de vida, um conjunto de valores próprios relacionados às questões sociais, ambientais e econômicas e um conjunto de objetivos atrelados ao futuro da sociedade.¹⁰

Podemos dizer que esse conceito de desenvolvimento sustentável surgiu com o nome de ecodesenvolvimento como fruto do esforço para encontrar uma terceira via alternativa àquelas que opunham, de um lado, desenvolvimentistas e, de outro, defensores do crescimento zero. A controvérsia entre os defensores desse “crescimento zero” e os que se opunham começou quando da publicação do relatório do Clube de Roma, preparado pelo casal Meadows do MIT, relatório já mencionado anteriormente, sobre os limites ambientais ao crescimento econômico. Romeiro (2011, p.5) define o início dessa polarização da seguinte forma:

A primeira Conferência das Nações Unidas sobre meio ambiente realizada em Estocolmo em 1972 foi palco desta polarização tendente a gerar impasses num momento de forte crescimento econômico mundial, puxado pela recuperação do pós-guerra (os “trinta anos gloriosos”) e a ascensão de alguns emergentes como os “tigres asiáticos” e o Brasil do milagre econômico. Enquanto a maioria dos países permanecia pobre, com dificuldades de iniciar um processo de crescimento econômico sustentado.

Sob a ascensão desse debate, o crescimento econômico eficiente foi visto como condição necessária, porém não suficiente para a elevação do bem estar humano: a desejada distribuição de renda (principal indicador de inclusão social) não resultaria automaticamente do crescimento econômico, o qual pode ser socialmente excludente;

¹⁰ Sachs (1993) desenvolve cinco dimensões da sustentabilidade atribuídas ao conceito de ecodesenvolvimento: sustentabilidade social; econômica; ecológica; espacial; e sustentabilidade cultural. Optamos por nos ater ao conceito inicial de ecodesenvolvimento neste estudo, porém no texto intitulado “Estratégias de Transição para o Século XXI” de 1993 Sachs desenvolve de forma detalhada essas cinco dimensões para a promoção do desenvolvimento sustentável.

sendo, então, necessárias políticas públicas específicas desenhadas para evitar que o crescimento beneficie apenas uma minoria; do mesmo modo, o equilíbrio ecológico poderia ser afetado negativamente pelo crescimento econômico, podendo limitá-lo no longo prazo, sem o concurso de políticas ecologicamente prudentes que estimulem o aumento da eficiência ecológica e reduzam o risco de perdas ambientais potencialmente importantes.

Assim, a ideia de “desenvolvimento sustentável” entra num processo de legitimação como “conceito político” e como “conceito amplo para o progresso econômico e social” que se consolida no documento “Nosso Futuro Comum” publicado em 1987 no Relatório Brundtland perante assembleia geral da ONU em Nairóbi: “o desenvolvimento que satisfaz as necessidades atuais sem sacrificar a habilidade das gerações futuras de satisfazer as suas”¹¹.

Em 1992, na Segunda Conferencia da ONU sobre meio ambiente que ocorreu no Rio de Janeiro, foi publicada uma atualização do relatório do Clube de Roma mantendo as conclusões principais do primeiro relatório. O que suscitou o questionamento de que após vinte anos da primeira conferência, ficava evidente que a visão do crescimento infinito dos desenvolvimentistas otimistas, havia encontrado soluções mais eficazes para defender o meio ambiente como provedor de matérias primas, do que como provedor de serviços ecossistêmicos. Prova disso foi a queda dos preços devido ao progresso tecnológico referente à exploração de recursos naturais e na substituição de insumos a fim de diminuir custos e aumentar a eficiência ecológica nos processos produtivos. Porém, o fato crucial que cabe ser mencionado foi o de que apesar do progresso tecnológico e avanços da ecoeficiência, a degradação dos ecossistemas havia aumentado. (ROMEIRO, 2011, p.8).

Apesar de sua institucionalização política, o conceito de desenvolvimento econômico e a ideia de sustentabilidade permeiam acaloradas discussões conceituais e interpretativas que podem em parte justificar certas estruturas de pensamento e posições sociais no debate climático e ambiental. Desenvolvimento, este, que não se confunde ao crescimento econômico e não pode, como afirmou Ignacy Sachs em prefácio ao livro de José Eli da Veiga (2006), “[...] se limitar aos aspectos sociais e sua

¹¹ Tradução para língua portuguesa publicada em CMMAD (1988)

base econômica, ignorando as relações complexas entre o porvir das relações humanas e a evolução da biosfera [...]”. Então, o que seria o desenvolvimento? Essa questão é certamente estudada e respondida pela teoria econômica de três formas básicas.

A primeira trata o desenvolvimento como sinônimo de crescimento econômico, medido pela evolução quantitativa de indicadores tais como PIB e PIB *per capita*. A segunda afirma que o desenvolvimento não passa de um mito, uma ilusão, ideologia.¹² E a terceira, em concordância com a exposição feita por Amartya Sen (1999) em sua obra *Desenvolvimento como liberdade*, julga como principal fonte do desenvolvimento a liberdade advinda de serviços como educação, saúde ou direitos civis. Assim, a industrialização, taxas crescentes do PIB, reformas tecnológicas não seriam contribuintes únicos do processo de desenvolvimento. (VEIGA, 2006, p.34)

Já na trajetória do desenvolvimento, a, hoje popular, expressão “desenvolvimento sustentável” recebe críticas constantes de que ela seja uma contradição em termos frente à dificuldade daqueles que acreditam ser impossível promover crescimento conservando recursos ambientais – e aí se explicita o equívoco em confundir crescimento e desenvolvimento econômico. Ricardo Abramovay (2010a, p.275), em entrevista contida no livro “*O que os economistas pensam sobre a sustentabilidade*”, aborda a discussão de maneira clara:

[...] Trata-se de preservar os serviços básicos oferecidos pelos ecossistemas e compatibilizá-los com o crescimento. A hipótese que cada vez mais economistas formulam é que a qualidade no crescimento econômico é compatível com a resiliência dos ecossistemas [...]

Políticas de comando e controle e instrumentos econômicos podem ser respostas para que se alcance o desenvolvimento sustentável, neste âmbito. Supõe-se que haja um “esverdeamento” das principais atividades econômicas do sistema, inclusive e principalmente nas economias emergentes, que pudesse ampliar a oferta de empregos e aumentar a produtividade do trabalho e, portanto, da renda. Assim, não haveria *trade-off* entre crescimento econômico e proteção do meio ambiente, o que contradiz a visão promulgada pelos Relatórios do Clube de Roma. (ROMEIRO, 2011, p.11).

¹² Uma indicação nesse tema é o artigo de Arrighi (1997).

Sendo assim, é preciso entender as diferentes visões econômicas da problemática ambiental e traçar as principais vertentes teóricas de como o meio ambiente deve ser inserido na economia, ou ainda como postulou Costanza (1996) como podemos superar a “economia convencional” e a “ecologia convencional” rumo a um entendimento único da forma de conduzir a vida na Terra.

1.3- O MEIO AMBIENTE NA TEORIA ECONÔMICA

A evidência dos recursos naturais já exercia papel importante nas discussões e formulações de teoria econômica desde os clássicos. Na segunda metade do século XVIII com a escola dos Fisiocratas e suas considerações sobre a origem do excedente agrário, com Thomas Malthus na escola clássica com as implicações do crescimento populacional *versus* a oferta de alimentos, no início do século XIX com a teoria de David Ricardo sobre a queda do lucro como redução da produtividade do trabalho agrícola por causa da escassez de terras férteis são exemplos da influência de elementos naturais incorporados na dinâmica da economia.

No entanto, o que é sustentável, hoje, para a Economia e como o meio ambiente a ela é incorporado? Colocam-se três padrões de respostas a essa pergunta fundamental frente ao conceito de desenvolvimento sustentável.

A primeira consiste na visão de que não existe dilema entre conservação ambiental e crescimento econômico contemplando uma visão ultraotimista de que o crescimento econômico só prejudicaria o meio ambiente até um determinado patamar de riqueza. A partir desse patamar a tendência seria inversa, fazendo com que o crescimento passasse a melhorar a qualidade ambiental- este raciocínio é conhecido como “Curva Ambiental de Kuznets” (Gráfico 1- analogia à curva em forma de “U” invertido proposta em 1950 por Simon Smiths Kuznets, Nobel de Economia em 1971). (VEIGA,2006, p.110)

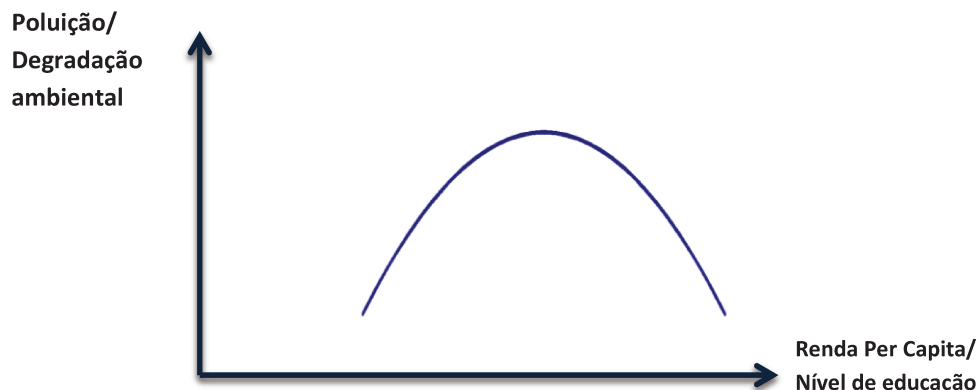


Gráfico 1- A Curva de Kuznets Ambiental

Fonte: Adaptado de ROMEIRO, 2011, p.14

A explicação para esse fato seria que nos primeiros estágios do processo de desenvolvimento econômico a crescente degradação do meio ambiente é aceita como um efeito colateral negativo, mas inevitável ao bem comum. Entretanto, a partir de um determinado nível de renda (entendido nesta teoria como bem-estar) a população se torna mais sensível e disposta a pagar pela melhoria da qualidade do meio-ambiente.

O extremo oposto, como segunda interpretação foi lançado pelo já citado Nicholas Georgescu- Roegen em 1971, sobre o alerta ao aumento da entropia. Para ele, a humanidade em algum momento deve se apoiar no decréscimo do produto, ou seja, no desenvolvimento da retração. Seguindo essa ideia, Herman E. Daly, principal discípulo de Georgescu Roegen, coloca a ideia de “condição estacionária” como alternativa à decadência ecológica. Essa condição não seria crescimento zero, mas a economia continuaria a melhorar em termos qualitativos.

A terceira é o “caminho do meio” que institucionaliza a expressão “desenvolvimento sustentável”, no já citado Relatório de Brundtland. A adjetivação do conceito “deveria ser desdobrada em socialmente incluyente, ambientalmente sustentável e economicamente sustentado no tempo”. (SACHS, 2006, p.10). O famoso tripé da sustentabilidade do pesquisador britânico e consultor ambiental John Elkington (1997) que preconiza a medição de resultados das atividades produtivas e da sociedade nas dimensões social, ambiental e econômica.

Pode-se, a partir daí, destacar as diferentes correntes de interpretação econômica para as teorias econômicas subsequentes. Primeiramente, há a chamada de economia ambiental como *mainstream* neoclássico considerando os recursos naturais não limitadores absolutos da expansão econômica no longo prazo – principal crítica do economista Nicholas Georgescu-Roegen¹³ - e que ficou conhecida como concepção de sustentabilidade fraca.¹⁴

Nessa perspectiva de “sustentabilidade fraca”, o necessário seria garantir a capacidade de produção do sistema, reduzindo a ideia de desenvolvimento sustentável a crescimento econômico. A ideia, a partir do otimismo tecnológico de Sollow¹⁵ e seus seguidores, é de que a natureza não constituiria obstáculo à expansão, os ecossistemas não ofereceriam qualquer tipo de limite ao processo produtivo graças aos avanços tecnológicos e de capital. Garantir a “sustentabilidade” seria, em última instância, um problema de alocação intertemporal de recursos entre consumo e investimento por agentes econômicos racionais, cujas motivações são fundamentalmente maximizadoras de utilidade. A ação coletiva (através do Estado) se faz necessária apenas para corrigir as falhas de mercado devido ao fato de boa parte dos serviços ambientais constituírem-se de bens públicos (ar, água, capacidade de absorção de resíduos, etc.).

Sollow e os economistas neoclássicos desenvolveram sua teoria com esse otimismo tecnológico em que a economia continua lidando com a alocação eficiente de recursos escassos para fins alternativos, presentes e futuros, por meio do sistema de preços de mercado. Esta vertente entende a sustentabilidade como capital constante total. Assumindo que no limite o estoque de recursos naturais possa até ser exaurido, desde que esse declínio seja progressivamente contrabalanceado por acréscimos proporcionais dos outros dois fatores: capital e trabalho. (VEIGA, 2006, p.123)

Ainda dentro da teoria neoclássica existe uma corrente que segue a Escola de Londres, liderada por David William Pearce, entendendo que o critério de justiça

¹³ Economista e matemático romeno que publicou em 1971 a obra “ The Entropy Law and the Economic Process” introduzindo a ideia de irreversibilidade e limites à economia.

¹⁴ Esta posição se apoia em duas premissas: (a) não há limites para o progresso científico/tecnológico aumentar a eficiência no uso de recursos naturais (eficiência ecológica) e (b) capital, trabalho e recursos naturais são perfeitamente substituíveis entre si.

¹⁵ Em seu artigo “The economics of resources or the Resources of Economics” de 1974, Sollow esboça uma cética discussão sobre a questão da interação e apropriação dos recursos naturais pelo sistema econômico.

intergerações não deve ser a manutenção do capital total, mas sim de sua parte não reprodutível – o “capital natural” (VEIGA. 2006). Essa corrente considera o risco de perdas ambientais irreversíveis no sentido de possivelmente causarem perdas de bem-estar significativas e que deveriam ser evitadas. Essa teoria pode ser entendida como a busca de alocações eficientes de recursos escassos pela precificação do mercado criando, por exemplo, novos mercados ambientais de direito de poluir e de cotas de emissões.

Ainda assim, para o *mainstream*, o problema ambiental é visto basicamente como um problema de falha de mercado devido à natureza de bens públicos de recursos naturais como o ar, a água, gerando um problema de externalidade ¹⁶negativa. Para esta corrente, a política ambiental mais eficiente é aquela que cria as condições para que os agentes econômicos “internalizem” os custos da degradação que provocam através da ação do Estado (através da privatização, ou correção das falhas de mercado com a precificação dos recursos naturais). (ROMEIRO, 2011, p.3) Garantir a sustentabilidade seria um problema de alocação intertemporal de recursos entre consumo e investimento por agentes econômicos racionais que decidem a partir da sinalização dos preços.¹⁷

Em contraposição, a Economia Ecológica considera a existência de uma restrição absoluta à expansão do sistema econômico, ao conceituar o capital natural “crítico” avaliando-o cientificamente com certa interdisciplinaridade levando em conta aspectos ecológicos e socioeconômicos constituindo o que chamamos de “Sustentabilidade Forte” (ROMEIRO, 2003). A visão da Economia Ecológica inclui a natureza no fluxo circular do consumo e da produção e se utiliza da Termodinâmica para explicar o processo econômico e sua influência no equilíbrio ecológico.

Dentro dessa vertente encontra-se a crítica de Nicholas Georgescu Roegen à tese de Sollow. Sua tese de caráter evolucionista e seu programa de “bioeconomia” defendiam que a economia certamente seria absorvida como parte da ecologia num

¹⁶ O conceito de externalidade na Economia Neoclássica é uma falha de mercado que ocorre quando uma atividade ou transação por alguma parte causa uma perda ou um ganho involuntário no bem-estar de outra parte sem qualquer compensação.

¹⁷ Vale a pena notar que uma crítica a essa visão é a de que nenhum instrumento pode completamente internalizar os efeitos externos da produção e do consumo. E mesmo que pudesse, o gasto de sintropia e a produção de entropia internalizadas, levadas em conta no cálculo de custos, não deixariam de ocorrer pelo simples fato de estarem refletidas nos preços dos bens, pois são fenômenos físicos irreversíveis.

horizonte de longo prazo assim que a administração de recursos escassos tornasse prioridade à vida humana. Segundo Georgescu, Robert Solow aparentemente percebeu o problema da exaustão de recursos naturais e a restrição que isso significava para a economia e o sistema produtivo, porém manteve o otimismo tecnológico por acreditar na possibilidade de haver na terra recursos naturais, perfeitamente substituíveis.

Georgescu chegou à proposição de que a economia precisaria ser absorvida pela ecologia por considerar que a termodinâmica é muito mais pertinente para a primeira do que a mecânica. Foi assim que ele entrou em colisão com o paradigma que une todas as correntes do pensamento econômico rejeitando a ideia de que a economia seja um “carrossel que de nenhuma maneira pode afetar o ambiente composto de material e energia” (VEIGA, 2006, p.120). Carrossel este que é representado pelo convencional “Fluxo circular da Renda” na economia com o qual começam todos os textos básicos sobre princípios da economia e que ignora a interação desta com o meio ambiente.

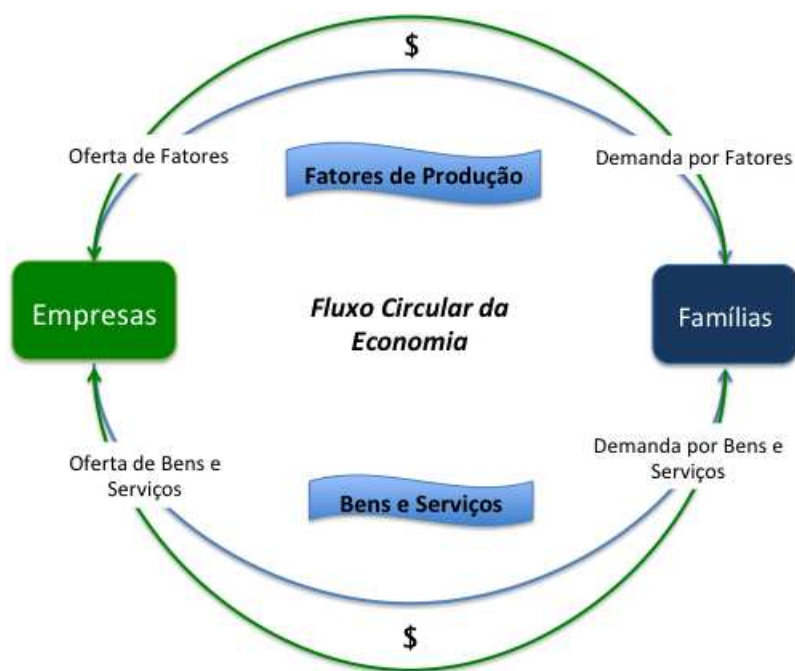


Figura 1- O Fluxo Circular da Renda na Economia

Fonte: Adaptado de DALY e FARLEY, 2004, p.54

Na Figura 1 temos a ilustração do fluxo circular da renda que considera somente as transações monetárias e de reais (bens e fatores de produção) nas relações

econômicas, sem levar em consideração a origem da produção e sua relação com o meio ambiente. Ainda, os impactos ambientais e transações de energia e entropia são ignoradas pelo fluxo tradicional da economia, alvo das críticas veementes da Economia Ecológica.

Para Georgescu-Roegen (1971), o fluxo circular da renda na economia, apesar de ser uma simplificação útil, é uma ficção dado que o processo econômico muda continuamente em âmbito quantitativo e qualitativo. A crítica do economista refere-se aos esquemas de reprodução por ignorarem os fluxos de entrada da natureza para manter os processos produtivos, e a saída de energia produzida por eles. A 2ª Lei da Termodinâmica, a Lei da Entropia explica esse fluxo de materiais postulando que toda transformação energética envolve produção de calor que tende a se dissipar. Assim, a essência da Lei da Entropia é que a degradação da energia é um processo irreversível. Ao contrário, o pensamento tradicional na Economia não reconhece os fluxos de matéria e energia que entram e saem do processo econômico, tampouco a diferença qualitativa entre o que entra e o que sai desse processo.¹⁸

O economista ecológico americano Herman Daly desenvolve um argumento menos pessimista que o de Georgescu, afirmando que o sistema deveria permanecer em uma “steady-state economy”. (DALY, 1973). Não sendo essa uma ideia de estagnação nem de renúncia à inovação, mas uma mudança na qualidade total da oferta de bens e serviços, como observa Ricardo Abramovay (2010b) frente à interpretação desta tese como ideia de abdicação do crescimento econômico. Para essa condição estacionária teríamos uma situação sem crescimento da população e do estoque físico de capital, mas com contínua melhoria tecnológica e ética. Para Daly, esta seria a ideia mais relevante para pensar nas economias já maduras do Norte.¹⁹

É claro que a aceitação de uma condição estacionária exige alta dose de altruísmo por parte da civilização humana e que é exposta na expressiva colocação de

¹⁸ O esquema analítico e a construção do pensamento de Georgescu é importante para o entendimento dos fundamentos essenciais da Economia Ecológica. Atemos-nos, neste trabalho aos aspectos gerais de sua teoria. Para uma abordagem detalhada consultar Cechin e Veiga (2010).

¹⁹ Daly sugere quatro políticas para alcançar este desafio: 1- acabar com contabilizar o consumo de capital natural como renda no PIB; 2- tributar menos a renda e mais o uso de recursos naturais; 3- maximizar a produtividade do capital natural no curto prazo e investir no crescimento de sua oferta no longo prazo; 4- sair da ideologia da integração econômica global do livre comércio, livre movimento de capitais e do crescimento promovido por exportações. (VEIGA, 2006, p.140-143)

Herman Daly: “a change of heart, a renewal of the mind, and a healthy dose of repentance” (DALY, apud VEIGA, 2006, p.147). Porém, a percepção de que o nível de conforto material possa atingir um limite no qual a partir de então os custos do crescimento tornam-se maiores do que seus benefícios (degradação ambiental, aumento da entropia social, etc.) ajuda a traçar o que Daly e Farley (2004) chamaram de crescimento não-econômico.

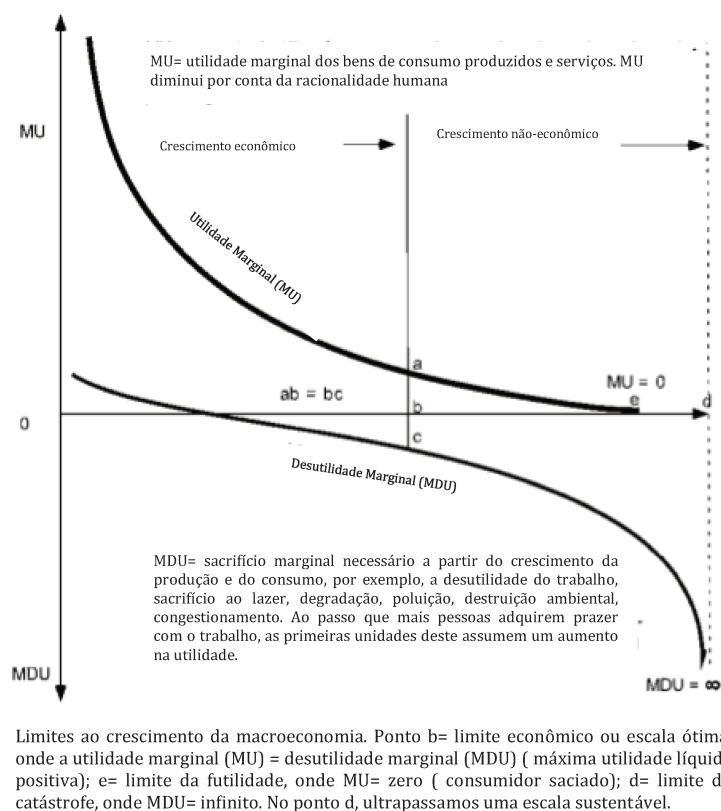


Figura 2- Limites ao crescimento da macroeconomia

Fonte: DALY e FARLEY, 2004 p.284

Vemos na Figura 2 que o aumento da utilidade trazido pelo crescimento econômico é menor do que o aumento da desutilidade num primeiro momento do crescimento econômico. Porém, a curva de desutilidade marginal é crescente, pois reflete os efeitos perversos do crescimento econômico ao longo do tempo. Na economia ecológica, a escala otimizada substitui o crescimento como objetivo em conjunto com uma distribuição justa. Nesse contexto o crescimento não econômico deriva da ideia de

que o aumento do bem estar econômico possa induzir a um declínio mais do que perturbador no bem estar não-econômico. A análise econômica de limite ao crescimento da macroeconomia traz o conceito de crescimento não-econômico como aquele que ultrapassa o limite econômico ou escala ótima em que a utilidade marginal se iguala a inutilidade marginal sendo o limite da futilidade em que o consumidor está saciado e a partir deste ponto seria ultrapassada a escala da sustentabilidade. A desutilidade marginal se torna necessária pelas crescentes produção e consumo sendo exemplos: a desutilidade do trabalho, o sacrifício do lazer, a destruição dos recursos naturais, poluição, destruição ambiental, congestão.

Seguindo o ponto de vista de Daly, o crescimento teria um custo, não sendo gratuito como seria se estivéssemos nos expandindo para o vazio. O ecossistema Terra não é um vazio, é o nosso suporte de vida, o que nos sustenta, sendo muito provável que num dado ponto, o contínuo crescimento da macroeconomia nos custe mais do que aquilo que vale, Este é o princípio do crescimento não-econômico e nos leva a outra perspectiva que é fundamental à economia ecológica e a distingue da economia convencional. Aponta, ainda, para a ideia de que deve haver uma escala ótima macroeconômica relativa ao ecossistema em termos físicos.

Sendo assim, do ponto de vista da Economia Ecológica o meio ambiente representa um limite absoluto à expansão da economia, que lhe é um subsistema.²⁰ O crescimento econômico, aumento da produção e da renda per capita, encontra-se limitado. Essa limitação se deve à Lei da Entropia, pela qual não é possível qualquer atividade produtiva de transformação de matéria e energia (Primeira Lei da Termodinâmica) sem um processo de degradação entrópica irreversível gerador de resíduos (Segunda Lei da Termodinâmica); é possível reduzir a quantidade de resíduos através do aumento da eficiência ecológica, mas há limites entrópicos intransponíveis a partir de certo ponto.

O fator limitante, para a Economia Ecológica, seria o meio ambiente como produtor de serviços ecossistêmicos e não como produtor de matérias primas não-

²⁰ Essa é uma das premissas fundamentais da Economia Ecológica. Essa ideia tem sua origem no trabalho de Kenneth E. Boulding. Como ilustração desta ideia Boulding (1966) recorre à analogia da “economia cowboy” e da “economia espaçonave”. Na primeira, o subsistema econômico - o cowboy nas grandes planícies - não tem massa crítica o suficiente para provocar algum impacto ecossistêmico irreversível importante; na segunda, o tamanho do subsistema econômico – a tripulação da espaçonave – é suficientemente grande para colocar em risco a sua própria sobrevivência se os recursos disponíveis não forem manejados cuidadosamente. (ROMEIRO, 2011, p18)

renováveis.²¹ Serviços que não são substituíveis por capital e que o mercado não é capaz de levar em conta adequadamente. Porém, para garantir que o limite do meio ambiente seja respeitado, a teoria clama pela aplicação do “Princípio da Precaução” a partir da determinação de uma escala sustentável. Escala esta que para ser definida, leva em consideração valores além da busca individual dos agentes pela maximização do ganho ou do bem estar, como preza a visão econômica utilitarista, mas envolve questões como a solidariedade inter e intra-gerações. (ROMEIRO, 2011, p.21)

A Economia Ecológica impõe a necessidade da determinação dessa “escala sustentável” que, quando determinada, faz emergir o problema da “distribuição” de recursos naturais (sejam eles bens ou serviços ecossistêmicos)²². Uma vez definida a distribuição, a partir de critérios de justiça, a “alocação” dos recursos disponíveis pode ser feita através de mecanismos complementares de Mercado (como direitos de poluir, certificados ambientais, créditos de carbono e outros ativos ambientais). O Protocolo de Quioto pode ser interpretado neste contexto em que foi definida uma escala sustentável de uso da capacidade de absorção de gases estufa; um critério de distribuição de uso desta capacidade entre os países signatários (redução de emissões com base na contribuição de cada um); e, finalmente, uma alocação dos investimentos via mercado de carbono, através do MDL (Mecanismo de Desenvolvimento Limpo) (ROMEIRO, 2011).

De acordo com José Eli da Veiga (2006, p.152) não haveria consenso sobre como classificar as diversas correntes que surgem no horizonte das tendências do pensamento econômico. Frente às questões ambientais, e a partir do momento em que elas deixam de ser somente catastrofismos dos discursos ambientalistas e passam a integrar os modelos de desenvolvimento mundial, as diversas teorias apresentam preciosas contribuições e possibilidades reais de introduzir alguns dos fundamentos teóricos e práticos na capacidade de organização da sociedade.

²¹ Daly e Farley (2004), seguindo divisão originalmente sugerida por Georgescu-Roegen (1971) classificam os recursos naturais em estoque-fluxo e recursos fundo-serviço (*stock-flow resources e fund-service resources*), divisão diferente daquela proferida pela economia convencional dos “fatores de produção”. Essa distinção é crucial, pois somente a partir de um correto entendimento da dinâmica de cada tipo de recurso natural é que se pode tomar decisões para proteção do capital natural.

²² Essa determinação contrapõe o esquema analítico da Economia Ambiental Neoclássica, uma vez que não há limites ambientais para esta corrente teórica.

Em linha com essa discussão, coloca-se a necessidade de restrições aos agentes econômicos à forma que o capitalismo ascende o consumo, o nível de renda, a produção e a distribuição de recursos. O progresso tecnológico nesse contexto é elemento importante – mas não único – à mitigação de impactos ambientais assim como políticas e instituições formuladoras de acordos mundiais para o meio ambiente. Assim, há evidência de que os limites ambientais estão claramente colocados ao crescimento e ao desenvolvimento econômico e que estes não excluem o progresso nas sociedades modernas, e sim o balizam colocando o crescimento econômico como condição à eliminação da pobreza e disparidades sociais, porém com o objetivo do desenvolvimento econômico em conciliação à capacidade de carga do planeta.²³

1.4- REFLEXÕES ECONÔMICO- ECOLÓGICAS

Feita esta passagem pela teoria e conceituação referentes à problemática da relação do homem com o meio ambiente, concluímos até aqui que a ideia de que o capitalismo e o mercado são os vilões causadores únicos dos impactos ambientais restringe-se ao antigo alarmismo ambientalista. É evidente que nas avaliações de impactos ambientais, grande parte da degradação deriva dos processos produtivos e do consumo capitalista, porém não se trata de “suprimir o capitalismo e abolir os mercados” para enfrentar o problema:

[...] O discurso ambientalista continuará precário enquanto não desenvolver uma reflexão que permita fazer essa passagem de maneira inteligente, não baseada nessa suposição que foi catastrófica para o século XX. A meu ver, essa passagem implica numa compreensão mais refinada sobre o que é o mercado como forma de alocação de recursos. (ABRAMOVAY,2010a, p.276)

Explicita-se aqui a relevância de uma análise do mercado no estabelecimento de condições de funcionamento necessárias a um desenvolvimento sustentado no longo prazo. Independentemente das discussões acerca da existência de falhas de mercado (para recursos naturais), modelos de precificação, crescimento estacionário ou qualquer outro debate neoclássico *versus* ecológico. Assim, a concepção de que a cultura e o

²³ “Carrying capacity” indica o quanto determinado ambiente tolera a atividade humana ou de outra espécie viva. Ou seja, é a capacidade máxima de extração de recursos que pode ser suportado por um *habitat* (ou pelo planeta), sem comprometer de forma negativa e permanente o seu futuro. Abaixo da capacidade de carga, uma população geralmente cresce, enquanto tende a decrescer se a excede.

sistema capitalista devem ser totalmente reformulados ou reformados perde força e deixa de ser obstáculo à sustentabilidade.

A noção do dinheiro, tratada por Daly e Farley (2004, p.304), que seguem a evolução das transações comerciais e financeiras de Karl Marx, suscita a preocupação dos economistas ecológicos e ambientais para com o papel que o mercado financeiro possui, hoje, no mundo capitalista. A noção de que o dinheiro é uma mera unidade simbólica de conta, criado a partir do “nada” e que, ao contrario dos valores de uso, não possui um limite físico, causa certo incômodo teórico pois:

Uma vez que não existe limite à acumulação de valor abstrato de troca e como valor abstrato de troca é convertível em valor concreto de uso, parece que concluímos que também não tem de existir qualquer limite para os valores concretos de uso. Isso talvez tenha levado à noção de que o crescimento exponencial, a lei do dinheiro a crescer no banco a juro composto, é também a lei do crescimento da economia real ou material.

Essa ideia ressalta o período crescente da financeirização da economia em décadas passadas que colocou o capital, dinheiro, no cerne do funcionamento da economia e da sociedade. Porém, com o consenso da preocupação mundial com o crescimento sustentável, podemos dizer que cada vez mais as preocupações econômicas estão alinhadas com o meio ambiente e seus limites. Nesse âmbito, a reflexão acerca de limites ao dinheiro é importante pois suscita uma preocupação crucial entre o lado real e monetário das economias e seu impacto no meio-ambiente. Mas, o fundamental será adequar e desenvolver tecnologicamente e socialmente novos modos de estruturação e funcionamento do sistema econômico como resposta aos impasses ambientais. Parte desses novos arranjos já estão ocorrendo na esfera financeira, ressaltando o papel crucial dos mercados financeiro e de capitais como indutores da percepção ambiental e social nos investimentos de longo prazo. Importância que vamos tratar nos dois capítulos que se seguem.

Ainda, a questão central para a Economia Ecológica é como fazer para que a economia funcione considerando a existência de limites. Para tal, é preciso inverter a lógica de decisão da economia ambiental: a quantidade de recursos naturais a ser usada – escala – deve ser previamente definida com base em parâmetros ecológicos de sustentabilidade. Após definidos os limites de uso dos recursos naturais, surge o

problema da sua distribuição entre os diversos atores, cujo critério deve ser o da justiça. E, finalmente, caberá ao mercado a alocação eficiente dos investimentos balizados pelas restrições ecológicas e sociais.

Sendo assim, retomando o conceito de “caminho do meio”, possibilidade de um desenvolvimento sustentável do ponto de vista econômico e ambiental, chegamos aqui com a convicção de que o sistema produtivo, tendo passado por diversas transformações em sua estrutura ao longo do tempo, deve apresentar certo dinamismo e inovação na forma de operar para contemplar questões acerca da preservação do meio ambiente e por consequência da vida na Terra. Esta afirmação se apoia nos estudos apresentados, desde a concepção da economia ambiental como ciência preocupada com a interação do meio ambiente com as estruturas produtivas e os recursos naturais (escassos) até a institucionalização de mecanismos como os de flexibilização do Protocolo de Quioto.

A relação entre metas ambientais e competitividade na indústria sempre foi pensada como um “trade-off” entre benefícios sociais e custos privados. Porém, a questão está em encontrar a melhor forma de balancear o desejo da sociedade de proteger o meio-ambiente e a busca pela eficiência econômica do sistema capitalista. Neste sentido, Porter e Linde (1995a, p.97) argumentam que se padrões sustentáveis forem desenhados corretamente, estes podem estimular movimentos de inovação que eventualmente diminuirão os custos privados de implementação de proteção ambiental. Essas inovações, podem ainda, além de diminuir os custos de cumprir com a regulação, criar vantagens competitivas para as companhias, inclusive em âmbito internacional. A regulação teria, nesse sentido, um forte papel em estimular essas inovações e regular iniciativas de sustentabilidade de forma rigorosa a fim de aumentar a competitividade da indústria.

Se pensarmos, então, na reforma estrutural e institucional que deve acontecer para que o sistema se adapte às (relativamente) novas tendências da “economia verde”²⁴, devemos contar não só com a iniciativa política pública, mas, também, com as instituições e empresas privadas que aos poucos já mostram em seus balancetes a proporção de custo ambiental que suas atividades acarretam. Em termos

²⁴ Atual roupagem para o conceito de desenvolvimento sustentável.

microeconômicos, argumenta-se que a mudança climática vai cumprir um papel fundamental na competitividade empresarial. Como exemplo dessa tendência, com as emissões dos gases de efeito estufa, crescentemente monitoradas, reguladas e precificadas, as empresas que persistirem no tratamento da mudança climática apenas como tema somente de responsabilidade social estarão sob risco.

Mas há que se considerar, por maiores que pareçam as dificuldades de coordenação global e os obstáculos frente ao desenvolvimento de uma Economia do Meio Ambiente, que a pressão econômica e social derivada da ideia de desenvolvimento sustentável impulsionou o processo de adaptação da vida humana e do sistema econômico atual na mitigação e diminuição do risco ambiental de todas as espécies no planeta Terra. O mercado e os instrumentos de incentivo econômico criados para a operacionalização de uma economia sustentável são fundamentais para que o sistema produtivo alcance efetividade na alocação de recursos dada uma escala sustentável que deve ser previamente definida com critérios de justiça e ética.

A Economia tem feito grande esforço em analisar o mercado, as estruturas sociais e as construções humanas frente às pressões e condições variadas de dificuldade, sejam elas produtivas financeiras ou monetárias, particularmente em períodos de crise. A preocupação ambiental é atualmente vista sob a perspectiva de uma crise, e vai muito além da preocupação dos ambientalistas. Todas as Ciências sejam a Física, a Biologia, a Sociologia, a Filosofia, a História, a Matemática, a Astronomia, o Direito ou a Economia, colocam a necessidade de uma reflexão aprofundada sobre o mercado e o processo de integração do homem com a natureza, que superando a separação da Ecologia e da Economia, avance no entendimento de que tudo é natureza inclusive a sociedade humana em suas produções tecnológicas, materiais e espirituais. Vale ainda lembrar que os modelos analíticos convencionais são feitos para ajudar em questões de médio prazo, e não para os próximos três milhões de anos, enquanto isso, a possibilidade da fatalidade entrópica é de longuíssimo prazo e presume o Princípio da Precaução!

Portanto, não podemos deixar que a cegueira sobre as possibilidades futuras de formas sustentáveis de organização social nos deixem na inércia ou justifiquem um otimismo falso de crescimento infinito. As incertezas só poderão diminuir com o

aperfeiçoamento das metodologias científicas e econômicas voltadas à solução dos problemas do nosso tempo. Os mecanismos de mercado não teriam capacidade de proteger a Humanidade de crises e catástrofes ecológicas e ambientais, mas podem mitigar e otimizar recursos no presente, principalmente se combinados com regulamentações e políticas sociais complementares que almejem uma sociedade mais consciente e eticamente preocupada com as questões da vida humana em seu *habitat*.

CAPÍTULO 2- A FUNÇÃO ECONÔMICA DAS BOLSAS DE VALORES

Feita essa breve passagem pela Teoria Econômica e sua relação com as questões ambientais e do alcance do desenvolvimento sustentável, seguiremos com a análise do papel do mercado financeiro na economia atual e sua estrutura a fim de prepararmos o entendimento de como as bolsas de valores atuam nesse contexto para que possamos passar, no próximo capítulo, para nosso objetivo principal de ilustrar seu papel como indutoras do investimento sustentável no mercado financeiro e de capitais.

Portanto, para avaliar como as bolsas de valores podem contribuir com o desenvolvimento sustentável abordaremos brevemente a caracterização do momento em que se tornaram relevantes ao funcionamento do sistema econômico. Portanto, o objetivo deste capítulo não é o de esgotar a literatura que discute o fenômeno da financeirização do capital e suas críticas, mas construir de forma geral o contexto no qual as bolsas atuam e destacar suas principais funções econômicas a partir do entendimento do próprio regulador do mercado de capitais brasileiro (CVM) e da Federação Mundial de Bolsas (WFE).

O capítulo é composto de quatro seções: na primeira tratamos da importância da esfera financeira no sistema econômico, na segunda seção nos voltamos a um breve histórico das bolsas de valores e abordamos sua função econômica. Já na terceira seção, vamos apresentar a estrutura do mercado financeiro e por fim, faremos um panorama da dimensão da indústria de bolsas no mundo.

2.1- FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA E DO CAPITAL

Com a evolução do sistema capitalista emergiu um novo regime de acumulação: a financeirização, ou capitalismo encabeçado pelo setor financeiro. O “capitalismo financeiro”²⁵ antevisto por Rudolf Hilferding (1910) no qual o capital bancário e o

²⁵ O conceito de capital financeiro tem uma forte tradição no pensamento marxista a partir do trabalho pioneiro do austríaco Rudolf Hilferding publicado em 1910. Na concepção de Hilferding o capital financeiro surge quando há uma integração entre o capital bancário e o capital industrial com a dominância dos banqueiros sobre os industriais. John A. Hobson também contribuiu, nesse sentido, em sua obra de 1906. Na visão de Hobson (1906, p.175) “a estrutura do capitalismo moderno tende a lançar um poder cada vez maior nas mãos dos homens que manejam o mecanismo monetário das comunidades industriais – a classe dos financistas.

industrial se fundiram sob o controle do primeiro se materializou com a globalização financeira. (BRESSER-PEREIRA, 2010).

Assim, a financeirização da economia global, fenômeno que se inicia no final dos anos 70 e que se intensifica e aprofunda na década de 90, produziu uma expressiva alteração na dinâmica capitalista: a subordinação do capital produtivo ao capital financeiro. Esse movimento foi suportado pela crescente ação de investidores institucionais na gestão da poupança financeira e alocação de capital. Além disso, a demanda por novas formas de valorização do capital produziu uma série de oportunidades e inovações financeiras para o atingimento de tal objetivo.

Esse fenômeno foi definido por Chesnais (1996) como parte de um processo de "mundialização financeira" na qual haveria interligações entre os sistemas monetários globais e os mercados financeiros e de capitais nacionais. Fenômeno, este, resultante do período de liberalização mencionado no início desta seção e da desregulamentação adotadas inicialmente pelos EUA e Reino Unido, a partir do final da década de 70 até meados da década de 80, e depois pelos demais países nos anos que se seguiram. Essa "mundialização financeira" ressaltou uma autonomização relativa da esfera financeira em relação à produção e, sobretudo, com relação à capacidade de intervenção das autoridades monetárias e órgãos auxiliares do mercado financeiro, o que provavelmente dá a essa esfera um poder de guiar o caminho pelo qual a economia deveria seguir.

Nesse contexto, é crucial entender os processos de desenvolvimento econômico de forma articulada ao mercado financeiro e de capitais, já que o funcionamento da economia moderna conserva direta relação com a dinâmica destes mercados. Deste modo, partiremos da apresentação do funcionamento desses mercados para que possamos entender o papel coordenador das bolsas de valores no contexto do desenvolvimento sustentável.

Existem opiniões diversas quanto ao papel das bolsas de valores no mercado de capitais. Algumas correntes analisam as bolsas pela ótica da especulação, outras pela ótica da captação de recursos, implicando em autofinanciamento de empresas e da economia como um todo. Porém, é inquestionável que a Bolsa de Valores é um

indicador eficiente do momento econômico em que vive uma nação e representa, em grande parte, características financeiras do sistema econômico.

Para Keynes (1973, p.162), a especulação e a captação de recursos aparecem juntas nos mercados financeiros. Com o desenvolvimento desses mercados, surge um fator que facilita os investimentos, mas que pode contribuir para agravar a instabilidade do sistema já que as bolsas de valores reavaliam diariamente as decisões de investimento dos capitalistas. Nas palavras do autor:

(...) as reavaliações diárias da Bolsa, embora se destinem principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante de investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato.

Fica, assim, evidente a importância das bolsas como sendo o mercado principal em que os agentes econômicos balizam suas decisões de investimento tanto produtivo, quanto financeiro, a partir das evidências consolidadas nessas plataformas. A Bolsa tem o papel fundamental de reunir compradores e vendedores de ativos e promover movimentos na economia na medida em que estabelecem certos padrões, produtos e nichos de mercado.

Sendo assim, elas são o principal mercado de negociação de ativos. Ativos, definidos por Hilferding (1910), como todo tipo de título que represente uma determinada soma de dinheiro. Títulos que, para os economistas, seriam divididos em dois tipos principais: (i) certificados de dívida ou certificados de crédito e (ii) certificados que não representam uma soma de dinheiro, mas seu rendimento. O segundo divide-se ainda em: (i) papeis de renda fixa como títulos do governo e debêntures e (ii) certificados de dividendos – ações. As bolsas de valores devem ser capazes de garantir a negociação (e em alguns mercados a custódia) desses títulos, que nada mais são do que moeda creditícia, tanto no mercado doméstico como no mercado externo. (HILFERDING, 1910, cap.8) Deste modo, a função das bolsas deve ser entendida como impactante na boa regulação do mercado e habilidade de controlar os ganhos de capital e alocação dos investimentos mundiais.

Assim, o papel das bolsas de valores é crucial no desenvolvimento econômico já que são um instrumento primário de alocação de capital tanto nas economias desenvolvidas como nas emergentes. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012) Portanto, seguiremos com uma breve abordagem do mercado financeiro e de capitais a fim de ressaltar sua estrutura e, adiante, a função econômica das bolsas de valores.

2.2- O MERCADO FINANCEIRO - ESTRUTURA E CONCEITOS

A ciência econômica moderna, em linhas gerais, preocupa-se com o problema da alocação de recursos escassos da economia. Esta preocupação torna-se relevante devido ao fato de que indivíduos têm necessidades e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são evidentemente escassos, ainda mais se pensarmos no problema ambiental e do desenvolvimento sustentável já abordado no primeiro capítulo deste trabalho.

Assim, pois, o sistema financeiro está relacionado com as decisões de consumo, poupança e investimento desses indivíduos e suas famílias. Basicamente, quando indivíduos deficitários²⁶ necessitam utilizar recursos disponíveis de indivíduos superavitários²⁷ para realizar suas decisões de consumo ou investimento, é necessário que exista um fluxo entre eles. Para suprir o funcionamento deste fluxo, surgiram e desenvolveram-se instituições especializadas²⁸ em intermediar essas operações. (CVM, 2013, p.14)

Na economia de Minsky (1986) as empresas decidem adquirir ativos de capital e realizar investimentos que podem se concretizar através de uma forma de financiamento através de recursos chamados “externos” à firma que são as emissões de ações, debentures e outros títulos negociáveis em mercados organizados. Para ele, essa é uma característica intrínseca de uma economia financeira, a qual nos encontramos imersos. Nas palavras do autor:

(...) na medida em que a produção torna-se mais intensiva em capital e o custo relativo e o período de gestação dos bens de investimento

²⁶ Indivíduos que consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança de terceiros

²⁷ Agentes econômicos que formam poupança consumindo menos do que sua renda

²⁸ Inicialmente, sua função básica era de pegar emprestado daqueles que poupam, pagando uma remuneração representada pelo juro, e emprestar para os demais agentes deficitários, que naturalmente pagariam taxas mais altas a fim de compensar a intermediação financeira.

aumenta (...) em tal economia capitalista é provável que surjam arranjos financeiros nos quais os devedores pagam seus débitos não com o caixa gerado como renda na produção, mas com o caixa obtido pela emissão de dívida. (MINSKY, 1986, p.200)

Assim, o sistema financeiro pode ser considerado o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores de recursos na economia. Deste modo, sua importância para o funcionamento do sistema econômico é evidente. Se pensarmos em empresas que necessitam de captação de recursos para realizar seus investimentos, ao fazê-lo de forma eficiente, seja através de bancos ou do mercado de capitais em bolsa de valores, ela realizará seus projetos gerando emprego e renda na economia.

Porém, o modelo tradicional de intermediação financeira não foi capaz, ao longo dos anos, de suprir todas as necessidades existentes no mercado.²⁹ Assim, desenvolveram-se diversos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda do sistema econômico. Na figura 2.1, ilustramos a segmentação do Mercado Financeiro em quatro grandes mercados: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais. (CVM, 2013, p.15)

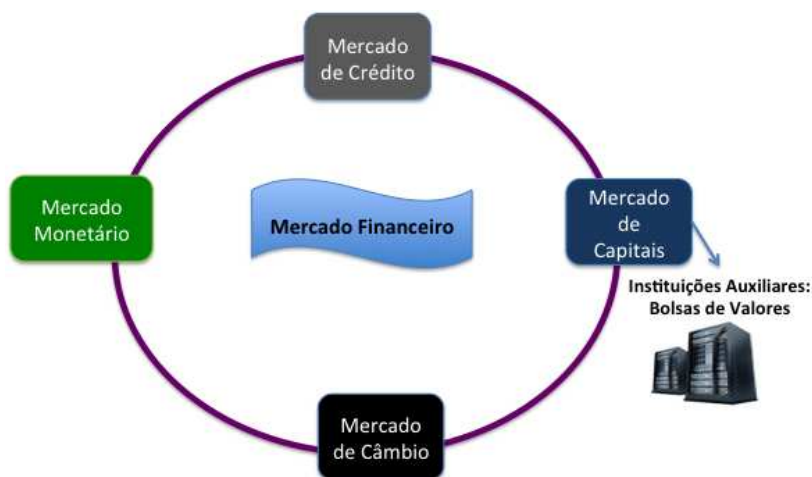


Figura 3- O Mercado Financeiro

Fonte: Adaptado de CVM, 2013, p.15.

²⁹ Como referência da evolução do sistema bancário e sua relação com o funcionamento do capitalismo consultar: Chick (1994).

Seguindo as definições do próprio órgão regulador brasileiro, a CVM, o mercado monetário é aquele em que ocorrem as transferências de recursos a curtíssimo prazo, em geral com prazos de um dia, como operações realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central. É um mercado utilizado para controle da liquidez da economia, no qual o Banco Central intervém através de política monetária vendendo e comprando títulos da dívida pública.³⁰ (CVM, 2013, p.16).

Outro mercado também impactante na política do Banco Central do Brasil é o mercado de câmbio. Este, por sua vez, é aquele em que ocorre a negociação de moedas estrangeiras em troca da moeda nacional devido ao fato de diversos agentes econômicos receberem pagamentos e realizarem transações no mercado externo (como comércio internacional, transações financeiras, etc.).

Já o mercado de crédito, é aquele no qual as instituições financeiras³¹ captam recursos e os emprestam aos agentes que necessitam de financiamento a uma remuneração advinda da diferença entre o custo de captação e a cobrança aos que tomam emprestado.³² As operações neste mercado são geralmente de curto e médio prazo, destinadas a consumo ou financiamento do capital de giro de empresas. A importância do mercado de crédito está em possibilitar a centralização de riscos por parte das instituições financeiras e agregar diversas expectativas e necessidades de capital entre os agentes no que toca volume e prazos de crédito financeiro. (CVM, 2013, p.17)

Porém, há insuficiências do mercado de crédito que o impedem de suprir as necessidades de financiamento dos agentes econômicos, como por exemplo, em situações nas quais uma empresa necessita de capital em volume muito superior ao que uma instituição financeira poderia emprestar ou quando os custos dos empréstimos de risco elevam-se de forma a inviabilizar investimentos produtivos de certas companhias. Devido a casos como estes, desenvolveu-se o Mercado de Capitais, ou Mercado de Valores Mobiliários o qual cabe destacarmos por conta do papel das bolsas de valores como instituições auxiliares essenciais para viabilizar esse mercado.

³⁰ Operações conhecidas como “Open Market” nas quais o Banco Central retira moeda da economia vendendo títulos ou injeta moeda no Mercado comprando-os.

³¹ Em sua maioria participam deste Mercado bancos comerciais, sociedades de crédito, financiamento e investimento tendo o Banco Central como principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste Mercado.

³² Essa diferença é conhecida como “spread”.

Seguindo a importância do Mercado de Capitais, este é o segmento do mercado financeiro³³ em que são criadas as condições para que empresas captem recursos diretamente dos investidores, em volume e custo satisfatórios, através de emissão de instrumentos financeiros (títulos corporativos, ações, etc.) que possuam liquidez suficiente para que possam ser viabilizados projetos de investimento na economia. (CVM, 2013, p.20)

O mercado financeiro, nesse contexto exerceria cinco funções básicas: facilita a negociação, garante proteção, diversificação e pulverização de riscos nas transações financeiras entre os agentes; realiza a alocação de recursos; monitora e controla as companhias de capital aberto; agrega poupanças individuais e, por fim, facilita a troca de bens e serviços ao promover especialização no mercado. (LEVINE, 1997, p.691) Sendo assim, é crucial destacar a importância deste mercado na medida em que estimula o investimento produtivo, essencial para o desenvolvimento do sistema econômico, principalmente de países emergentes como o Brasil.

Ao relacionarmos essas funções com o desenvolvimento econômico, a literatura é extensa e envolve estudos que não iremos abordar aqui. Porém, seguindo o entendimento de autores como Samuelson e Nordhaus (1993, p.630) de que o crescimento econômico pode ser definido como a expansão do Produto Nacional Bruto (PIB) e capacidade de produção de um país, determinada principalmente pelo crescimento dos fatores de produção trabalho e capital, junto com o progresso tecnológico, fica evidente a importância do mercado financeiro e de capitais. Mecanismos que possibilitem a mobilização de recursos para investimento produtivo e financeiro, vetores do crescimento econômico.

Essa relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico possui, ainda, suporte teórico de autores como Schumpeter (1911) e Hicks (1969). O primeiro destacava a importância dos serviços fornecidos por intermediários financeiros como, administração de riscos, mobilização de poupanças e intermediação de transações, como formas essenciais para estimular e viabilizar inovações tecnológicas. Já o

³³ Juridicamente, mercado financeiro e mercado de capitais são conceitos distintos: o mercado financeiro é aquele no qual os bancos centralizam a oferta e a procura por capitais e atuam intermediando as operações entre deficitários e superavitários, assumindo o risco das operações. Já no mercado de capitais, as operações são normalmente efetuadas diretamente entre esses agentes, ficando a instituição financeira como interveniente e não parte da operação. (QUIROGA MOSQUERA, 1998)

segundo, afirmava que a ideia de Revolução Industrial deveria resguardar uma relação próxima com a Revolução Financeira, pois somente com o mercado de capitais é que fora possível o financiamento de projetos de longa maturação e intensivos em capital com liquidez necessária já que esse mercado agrega diversas poupanças individuais.

Ainda seguindo essas definições, para Rocca, et al (1998, p.3 e 23) o desenvolvimento do mercado financeiro poderia impulsionar o desenvolvimento econômico em virtude de propiciar um nível mais elevado de investimentos produtivos já que potencialmente direcionaria recursos financeiros para ativos produtivos sob a forma de investimentos reais. Além disso, o desenvolvimento do sistema financeiro e de capitais propiciaria mecanismos eficientes na alocação e mobilização de recursos permitindo oferecer além de investimentos eficientes, o retorno aos investidores com liquidez e risco apropriados. Ao fazê-lo, esses mercados transferem recursos ao setor real da economia transformando poupanças de curto prazo em financiamento de capital de longo prazo com mecanismos de proteção para projetos de alto risco, como as inovações tecnológicas e financiamento de empresas emergentes. Por fim, o acesso ao mercado de capitais, principalmente o mercado acionário, permitiria às empresas capitalizar investimentos além de seus próprios recursos, o que otimiza as escalas de produção e tecnologia.

Sendo assim, depois de fazermos uma breve introdução aos conceitos e estrutura do mercado financeiro e de capitais, em especial, vamos partir para o entendimento do papel das bolsas de valores como instituições participantes desses mercados. Desta forma, vamos resgatar alguns elementos históricos do surgimento dessas instituições e destacar sua função econômica.

2.3- O SURGIMENTO DAS BOLSAS DE VALORES E SUA FUNÇÃO ECONÔMICA

A origem da palavra Bolsa vem da Bélgica, com a família do Barão Van der Burse que possuía uma estalagem onde eram vendidas carteiras e bolsas. Nesse local, também eram realizados encontros de mercadores onde existia um brasão com um escudo e três bolsas, simbolizando honradez e méritos por sua atuação na área mercantil. Mas, a negociação de ações propriamente dita, surgiu com a criação da Companhia das Índias Orientais, quando, durante a ascensão de Amsterdã, a *bourse*

que antes negociava trigo, arenque e especiarias passou a negociar ações dessa companhia, possibilitando aos investidores recuperarem o dinheiro investido através das vendas de suas participações. Porém, só no século XVIII as bolsas atingiram certo desenvolvimento, quando as exigências de crédito, cada vez maiores, obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação com a expansão das sociedades por ações. Fato que permitiu que grandes agrupamentos de capital assumissem papel preponderante nas economias.³⁴

Em 1531 foi fundada a bolsa de Amberes, seguida da Bolsa de Londres em 1554, da Bolsa de Paris em 1724 e da Bolsa de Nova Iorque em 1792. Já no Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo – antiga BOVESPA foi fundada em 23 de agosto de 1890. Nessa época, esse tipo de instituição era ainda pouco expressiva na economia mundial e só o advento da globalização financeira que evidenciaram sua importância.

Porém, para entender o capitalismo moderno em sua dimensão dominada pelo capital financeiro e o papel das bolsas de valores neste contexto, é essencial mencionar o surgimento da sociedade anônima, fato que impulsionou o desenvolvimento de estruturas de mercado até então não usuais antes das S/As. A sociedade anônima pode ser interpretada como consequência do avanço do sistema de crédito, trazendo como efeito, a expansão da escala de produção, a supressão do capital como propriedade privada, dentro dos limites do modo de produção capitalista, e a transformação do capitalista industrial em capitalista monetário e do capitalista empresário em dirigente profissional³⁵. (MARX, 1983, p.132)

Assim, com o surgimento das sociedades anônimas, a função produtiva tornara-se separada do capital, ou seja, o trabalho e a propriedade dos meios de produção, que antes eram detidos por uma entidade (como no caso das guildas de artesãos), passam a distintas propriedades. O fenômeno é reconhecido como uma transição da propriedade individual para uma propriedade social do capital. Esse fato revolucionou

³⁴ A origem histórica das bolsas de valores é controversa. Alguns autores acreditam que surgiram no “emporium dos gregos” e outros, no “collegium mercatorum” dos romanos ou nos bazares dos palestinos, no final da Idade Média. O procedimento comercial que deu origem às bolsas sintetiza o comportamento dos mercadores na época, que era através da negociação de viva voz. Nas grandes cidades, as pessoas interessadas no comércio em geral se reuniam na praça onde tratavam das questões referentes ao assunto. Estas reuniões eram espécies de assembleias onde os negócios eram fechados em meio a conversações, apesar de não negociarem ações. Na idade média, a sua função era a compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos. Ver: PETRAM, Lodewijck, 2011.

³⁵ Aquele que administra o capital alheio do capitalista monetário.

os mecanismos de crédito, tornando viável o mercado acionário.³⁶ Como destacou Hobson(1993, p.252):

Com a ampliação geral do uso dos bancos em todas as comunidades de negócios, os banqueiros têm em suas mãos todas as margens de poupanças não investidas e outros recursos em dinheiro sem uso imediato. É esse fundo de depósitos que sustenta o “crédito” que os bancos fornecem para fundar e financiar sociedades anônimas. Eles não se limitam a participar dos lucros legítimos e ilegítimos auferidos com o lançamento de companhias, pois as relações intrincadas que subsistem entre sociedades anônimas industriais e bancos particulares permitem a estes, em muitos casos, aniquilar as primeiras com os preços que elas pagam pelo crédito, embora existam casos em que um banco, por se ter envolvido profundamente com uma companhia, penhorando o capital desta, formado por ações ou debêntures, ou fazendo adiantamentos excessivos, é, ele próprio, aniquilado pela companhia.

Ainda, deve ser destacado que:

O sistema de investimentos moderno, por meio da sociedade por ações, não se limitou a estender e despersonalizar a empresa moderna; ele atribuiu papel dominante e determinante no mundo dos negócios a pequenos grupos de pessoas que, nos grandes centros monetários, controlam e regulam os fluxos de capital e o sistema creditício, mediante os quais é administrada uma proporção crescente de negócios modernos. A tarefa de financiar novos empreendimentos, indo buscar o capital necessário em fontes multiformes, de transformar sociedades anônimas de domínio privado em sociedades anônimas de domínio público (...)Os grandes bancos constituídos como sociedades por ações são os centros desse poder na maioria dos países. Essas operações, em grande parte dos casos, são conduzidas ou, pelo menos, financiadas por eles.” (HOBSON, 1993, p.291)

Neste âmbito, Hilferding, diferencia a atividade das bolsas de valores daquela exercida pelos bancos pelo fato de que as bolsas não coletam pequenas quantidades de poupança e as emprestam para agentes deficitários, mas atraem grandes quantidades de capital acumulado procurando maiores investimentos. (HILFERDING,

³⁶ O mercado acionário deve ser distinguido entre o mercado primário e o mercado secundário. O mercado primário é aquele em que os valores mobiliários de uma nova emissão de ações por uma companhia são negociados diretamente entre a companhia e os investidores, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa. Entretanto, alguns desses valores mobiliários, como as ações, representam frações patrimoniais da companhia e, dessa forma, não são resgatáveis em data pré-definida. Da mesma forma, outros podem ter prazos de vencimento muito longo. Essas características, entre outras, poderiam afastar muitos dos investidores do mercado de capitais, caso eles não tivessem como negociar com terceiros os valores mobiliários subscritos, dificultando o processo de emissão das companhias. Portanto, existe o mercado secundário que é uma parte do mercado financeiro de capitais dedicada à compra e venda de valores (tais como as ações de empresas) lançados anteriormente em uma primeira oferta pública ou privada no mercado primário.

1910, cap. 8) A diferença qualitativa entre essas duas instituições apoia-se no fato de as bolsas de valores não estarem preocupadas com as diversas formas de viabilizar crédito, elas simplesmente mantêm a quantia necessária para que a circulação do capital seja mantida no mercado de capitais.

Já Assaf Neto (2008, p.44) define as bolsas de valores como instituições auxiliares na intermediação do sistema financeiro, sendo:

organizações que mantêm um local onde são negociados os títulos e valores mobiliários de pessoas jurídicas públicas e privadas. Para tanto, devem apresentar todas as condições necessárias para o perfeito funcionamento dessas transações tais como, organização, controle e fiscalização. (...) A essência da existência das bolsas de valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados (...) tem responsabilidade pela fixação de um preço justo, formado por consenso de mercado mediante mecanismos de oferta e procura. Obrigam-se as bolsas, ainda, a efetuar dentro do menor prazo e da maior amplitude possível, a divulgação de todas as operações realizadas.

Portanto, analisando o surgimento das bolsas e o advento das sociedades anônimas como nova forma de capital social, cabe ressaltar que as bolsas cumprem um papel vital no desenvolvimento econômico, principalmente como instrumento primário na alocação de capital tanto em mercados emergentes como em mercados desenvolvidos. Porém, essas instituições encontram limitações ao cumprir tanto funções públicas quanto funções de uma empresa privada.³⁷

As bolsas eram inicialmente comandadas por corretoras de valores em uma espécie de “clube”, muitas vezes organismos autorregulados e que serviam a todo o mercado. As receitas eram principalmente guiadas pelas taxas anuais pagas pelos “membros” donos das bolsas. Essa estrutura fazia com que as bolsas possuíssem poder limitado de implementar regras e iniciativas independentes dado que deveriam seguir os interesses de seus donos, as corretoras de valores principalmente e do governo detentor de parte de sua estrutura, em muitos países.

Porém, no início dos anos 90, houve uma tendência à desmutualização das bolsas, sendo a primeira ocorrência em 1993 com a Bolsa de Estocolmo seguida da

³⁷ Hoje, metade das bolsas são companhias listadas em seu próprio ambiente, fato que introduz certa complexidade ao enigma do funcionamento da Bolsa de Valores moderna. (WFE, 2009)

Bolsa de Bombai em 1995 e a Bursa Itália em 1997.³⁸ Após esse processo, ficava clara a tendência de que as bolsas se tornariam companhias listadas e com fins lucrativos, fato que foi consumado pela Bolsa da Austrália (ASX) em 1998. Esse movimento ainda tem acontecido em alguns mercados onde as bolsas são mutualizadas ou de capital fechado.³⁹ Com a modificação da estrutura bursátil, as bolsas passaram a exercer atividades com mais autonomia e buscando atrair capitais seguindo os interesses de seus acionistas, com prestação de contas e estruturas de governança melhor estruturadas. O Gráfico 2 mostra a atual composição das bolsas membro da WFE por tipo de instituição como resultado da tendência à desmutualização.

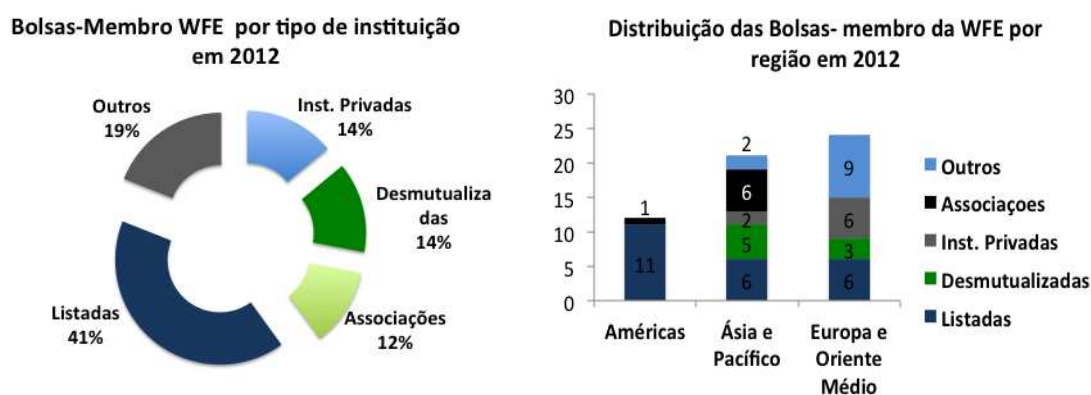


Gráfico 2- Classificação das bolsas de valores membro da WFE por tipo de instituição e distribuição por região

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2012a, p.9

O modelo de negócios das bolsas mudou dramaticamente com esse novo cenário⁴⁰ tornando-se extremamente regulado, o que corroborou positivamente já que principalmente as questões de longo prazo, como a sustentabilidade, necessitam de

³⁸ A WFE classifica seus membros em cinco categorias: companhias listadas, associações mutualizadas, companhias privadas, desmutualizadas e outras (instituições governamentais ou quase-governamentais). De acordo com o relatório anual de Receitas e Custos da WFE, em 2012 74% das bolsas membro eram instituições com fins lucrativos, sendo 41% companhias listadas, 19% outras, 14% desmutualizadas, 14% companhias privadas e 12% associações mutualizadas. (Gráfico 2).

³⁹ O último movimento aconteceu com a fusão das bolsas japonesas, Tokyo Stock Exchange (que era de capital privado) e Osaka Securities Exchange (que era uma companhia listada), dando origem a Japan Exchange Group (JPX) que teve sua oferta pública em 1º de janeiro de 2013.

⁴⁰ Com esse movimento, as receitas passaram a depender das taxas cobradas por uma série de atividades e serviços oferecidos pelas bolsas: negociação, listagem, compensação e liquidação de ativos, custódia, depósito de ativos, fornecimento de dados de mercado, serviços tecnológicos.

certo “*enforcement*” para que sejam cumpridos requisitos mínimos no ambiente das bolsas de valores que buscam fomentar o investimento responsável. Ainda, a competitividade entre as bolsas em âmbito global cresceu dado que as companhias que buscam abrir capital em plataformas de listagem podem fazê-lo em qualquer mercado internacional desde que cumpram com as regras locais. Esse fato, não trivial, tornou estratégica a decisão de impor regras mais rigorosas por parte das bolsas, já que esta, dependendo do nível de rigor, poderia impedir a atração de capital no mercado doméstico por conta dos custos de cumprimento com a regulamentação local por parte das companhias.⁴¹

Porém, nos últimos anos, as receitas advindas de listagem têm diminuído, o que mostra que há espaço para que sejam implementadas regras mais rígidas para companhias que queiram captar investimento por meio da emissão ações em bolsas de valores. Esse argumento reforça a hipótese de que as bolsas podem estimular e induzir requerimentos como divulgação de informações de ESG mais claros sem acarretar grandes riscos financeiros para o modelo de negócio destas, tão dependente das receitas de negociação e outros serviços nos dias atuais.⁴²

Nos Gráficos 3 e 4 ilustramos o percentual de receita advindo de cada atividade de acordo com a classificação da WFE para seus membros no ano de 2012. Vemos uma alteração na estrutura de receitas das Bolsas desde o final dos anos 90 onde a receita de listagem era maior do que os níveis dos anos 2000 e a principal receita se tornou a de negociação.

⁴¹ Além da concorrência entre bolsas, existem ambientes alternativos de negociação de ativos em mercados como EUA e Europa chamados: Alternative Trading Systems (ATS) e Eletronic Communications Network (ECN) nos EUA e Multilateral Trading Facilities (MTFs) na Europa. Muitas dessas plataformas operam em um modelo chamado “dark pools” oferecendo invisibilidade para os investidores ao negociar preços e quantidades, geralmente, em grandes lotes de ações ou outros ativos. Porém, essas plataformas não competem com as bolsas de valores no âmbito de listagem de ativos, o que agrega um valor intangível ao serviço prestado pelas bolsas ao regular a listagem em seus mercados. No Brasil os ATS, MTFs, ECNs e dark pools são proibidos pela CVM- Instrução CVM nº 461/07 que disciplina mercados regulamentados de valores mobiliários.

⁴² A transformação estrutural das bolsas de valores passando de instituições mutualizadas, de capital fechado e lideradas por corretoras de valores e órgão do governo para instituições desmutualizadas, com fins lucrativos e de capital aberto foi crucial para explicar o poder de atuação dessas instituições. Fixamos-nos, neste trabalho, em apontar em linhas gerais alguns elementos dessa modificação que podem ser aprofundados nos estudos da International Organization of Securities- IOSCO (2001) e AGGARWAL (2002).

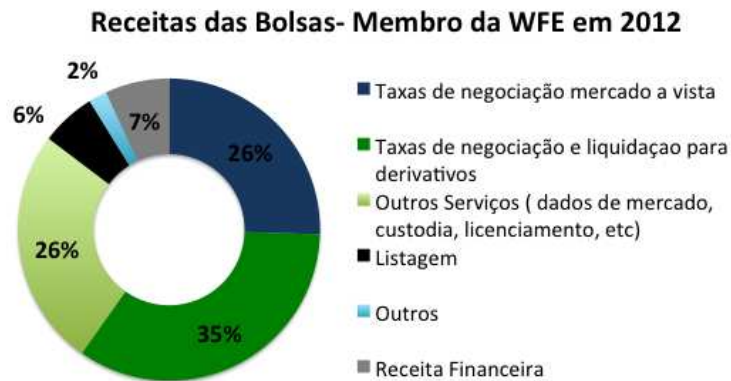


Gráfico 3- Origem das receitas das bolsas membro da WFE em 2012

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2012a, p.27

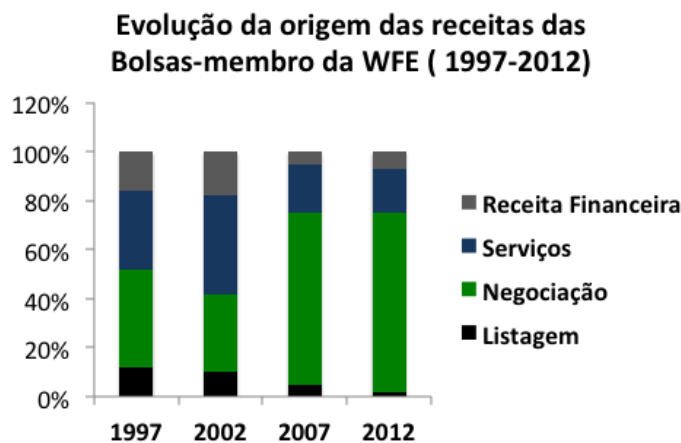


Gráfico 4- Evolução da origem das receitas das bolsas membro da WFE em 2012

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2012a, p.29

Assim, pois, olhando para custos e receitas, é essencial que as Bolsas consigam “monetizar” o valor das ações de sustentabilidade em seus mercados. E como plataformas de iniciativas sustentáveis, as Bolsas possuem um alcance relevante para fomentar e desenvolver o mercado para questões do desenvolvimento sustentável engajando companhias listadas, reguladores e investidores a um “Novo Valor”.⁴³ Essa

⁴³ “Novo Valor” é o nome dado pela BM&FBOVESPA, desde 2010, ao rol de ações sociais e ambientais desenvolvidas pela Bolsa brasileira e que utilizamos neste trabalho com intuito de chamar a atenção para um novo modo de analisar investimentos no mercado financeiro e fomentar práticas sócio e ambientalmente responsáveis na economia como um todo.

questão será tratada no próximo capítulo deste trabalho, mas não poderia deixar de ser mencionada dado que abordamos, até aqui, a estrutura e modelo de negócio das Bolsas. Podemos partir, então para a função das Bolsas propriamente dita como instituições auxiliares na economia de mercado.

2.3.1- A FUNÇÃO DAS BOLSAS:

Tendo apresentado brevemente a estrutura do mercado financeiro, com destaque ao Mercado de Capitais, e um breve histórico das Bolsas de valores e seu modelo de negócio, podemos nos voltar ao papel e função das bolsas de valores neste contexto. Conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários brasileira, CVM (2013, p.218):

A principal função dos mercados de bolsa é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação de negócios.

Conforme mencionamos no item anterior, tradicionalmente, as bolsas de valores se organizavam sob a forma de uma associação de corretoras, detentoras de títulos patrimoniais, únicas habilitadas a operar nos seus ambientes de negociação. Com o desenvolvimento do mercado, na última metade dos anos 90, essa forma de organização evoluiu para um modelo em que as bolsas se constituem sob a forma de sociedades por ações, com fins lucrativos, em que a habilitação para operar em seus ambientes de negociação independe da posse de ações ou qualquer outro vínculo, a não ser quesitos estruturais, tecnológicos e formais. Para a Federação Mundial de Bolsas (WFE) os objetivos e funções das bolsas se modificaram com essa nova forma de governança aumentando a percepção comercial e dinamismo em seus mercados. (WFE, 2002, p.2)

Deste modo, os mercados de bolsa buscam aumentar a confiança dos investidores no mercado de capitais, o que resulta em benefícios para a economia e a sociedade como um todo, cabendo destacar: sua atividade de financiamento das empresas através da capitalização com a listagem e venda de ações em suas plataformas; o estímulo financeiro que exercem à aplicação de poupança em ações de

companhias gerando benefícios ao lado real do sistema econômico; estímulo à redução da desigualdade na distribuição de renda na sociedade. Além disso, as bolsas facilitam os processos de fusões e aquisições das companhias que eventualmente estejam em processos similares e são consideradas como um veículo eficaz para o financiamento das iniciativas públicas de desenvolvimento, pela capacidade de colocação de títulos públicos. (CVM, 2013)

Porém, a principal função da Bolsa como indutora de mercado está na sua capacidade de aprimorar a governança corporativa⁴⁴ induzindo a responsabilidade social corporativa e melhores práticas administrativas e de eficiência nas companhias listadas; com melhora nos padrões de administração e eficiência dessas empresas. As bolsas ainda atuam como termômetro da economia do país e criam oportunidades para que pequenos e médios investidores possam investir em ativos financeiros. (CVM, 2013, p.218)

Sendo assim, ao considerarmos o papel das bolsas de valores, é preciso atentar aos diversos modelos de negócios que elas possuem, ao seu tamanho e sob qual regulação se encontram.⁴⁵ Em muitos mercados as Bolsas precisam da aprovação de agências nacionais reguladoras do mercado de capitais para implementar qualquer iniciativa, enquanto em outros, a Bolsa funciona como um “Independent Self Regulating Organisation Model” (SRO).⁴⁶ Portanto, ao discutirmos o papel das Bolsas em implementar requerimentos relacionados a questões sociais, ambientais e de governança corporativa (ESG, na sigla em inglês) novos produtos ambientais, etc., lembramos que estas precisam estar alinhadas não só com os investidores e empresas, mas com os reguladores de mercado. Ainda, o modelo regulatório é ponto importante

⁴⁴ A governança corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos às empresas que assegurem que as decisões corporativas sejam tomadas de acordo com o interesse dos investidores, e partes interessadas. A questão da responsabilidade corporativa surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores decorridos do “problema de agência”, que ocorre quando executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não o investimento dos acionistas. O problema de agência foi explorado, entre outros autores por Ronald Coase (1937) sob a teoria da firma. Apesar da importância do tema, optamos por não aprofundarmos, neste estudo, a origem das práticas de governança corporativa nem seus efeitos no Brasil e no mundo. Porém, reconhecemos a importância deste tema para a questão do investimento responsável no mercado de capitais. Mais informações podem ser encontradas de forma sistematizada no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC): <http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>

⁴⁵ Estrutura das bolsas, direcionadores de receitas e custos, ambiente competitivo, etc.

⁴⁶ A Bolsa da Austrália (ASX) é um modelo SRO forte enquanto a Bolsa de Hong Kong (HKEx) possui limitações para tal função. A BM&FBOVESPA no Brasil possui uma entidade legal independente chamada BSM- BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado que exerce funções auto regulatórias reportando diretamente à Comissão de Valores Mobiliários- CVM.

para explicar as direções tomadas em cada mercado nacional e justificar a habilidade das bolsas de valores em fomentar o investimento sustentável de forma robusta, mas que não será objeto de estudo neste trabalho que visa analisar as iniciativas promovidas pelas próprias Bolsas em linhas gerais.

No Brasil, a BM&FBOVESPA é a principal, e atualmente a única⁴⁷, entidade administradora de mercado de bolsa para negociação de ações. A Bolsa brasileira, ainda assumiu a responsabilidade pela autorregulação de seu ambiente, sistemas e operadores, com autonomia suficiente para normatizar, fiscalizar e punir as operações realizadas em seus mercados.⁴⁸

Seguiremos, após analisarmos a estrutura e as funções do mercado financeiro e de capitais, com a análise do tamanho do mercado em que as Bolsas atuam. A partir de dados quantitativos, apresentaremos importantes características do panorama bursátil global em termos de negócios, capitalização de mercado e número de companhias listadas.

2.4- DIMENSÃO DO MERCADO DE BOLSAS NO MUNDO⁴⁹

Durante as últimas décadas as bolsas de valores passaram a desempenhar um papel importante no mercado financeiro e de capitais, o qual destacamos nas seções anteriores deste capítulo. Em termos quantitativos, os mercados que operam por meio de bolsas regulamentadas cresceram em uma escala notável, o que lhes atribuiu um papel ativo e de grandes responsabilidades no centro da economia mundial (WFE, 2002).

Ao analisarmos a dimensão das bolsas no panorama econômico mundial e sua expansão comercial e estratégica, fica evidente que a partir dos anos 1990, com a passagem de estruturas mutualizadas para estruturas desmutualizadas e com fins

⁴⁷ A regulação permite o estabelecimento de outras bolsas de valores através da Instrução CVM 461/07. Em 2012 alguns operadores de bolsas norte-americanas (BATS, Direct Edge, ATS) anunciaram que estabeleceriam bolsas de valores no Brasil, mas ainda não concretizaram suas promessas por conta da regulação.

⁴⁸ A função estatal, neste caso da CVM, se reduz à supervisão e orientação do sistema, estabelecendo requisitos mínimos.

⁴⁹ Este item foi construído a partir dos dados anuais do mercado de renda variável (primordialmente ações) disponível na Federação Mundial de Bolsas desde 1975 e consolidados por país e região. A Federação atualiza mensalmente sua base de dados a partir do envio de informações por parte de cada bolsa membro. Além disso, os dados de capitalização de mercado em relação ao PIB mundial foram obtidos através dos bancos de dados do Banco Mundial.

lucrativos, incorpora-se uma nova forma de governança e percepção comercial dessas instituições que alcançaram grande representatividade de volumes negociados e captação de ativos em suas plataformas.

A partir dos anos 2000, o crescimento do dinamismo nas atividades das bolsas de valores ampliou internacionalmente a escala de operações de praticamente todos os mercados. Assim, procuramos, através da evolução histórica dos principais indicadores quantitativos da indústria de bolsas, ilustrar o crescimento mundial desses mercados destacando os principais indicadores das bolsas membro da WFE de forma consolidada.

Em dezembro de 1990, a WFE contava com 38 membros, com valor de capitalização de mercado⁵⁰ de U\$ 9,4 bilhões e volume negociado em renda variável (basicamente ações) de U\$ 6,21 bilhões no mesmo ano. Nos anos 2000 a Federação passou a contar com aproximadamente 56 membros, com capitalização pico de U\$36,28 bilhões em 2000. Já no período de 2012 a 2013 a WFE alcançou o marco de 57 membros com capitalização de mercado de U\$ 56 trilhões de dólares em 2012 (Gráfico 5) e um marco U\$ 58 trilhões de dólares (agosto 2013).

**Capitalização de mercado em ações nas bolsas membro da WFE
(trilhões de dólares)**

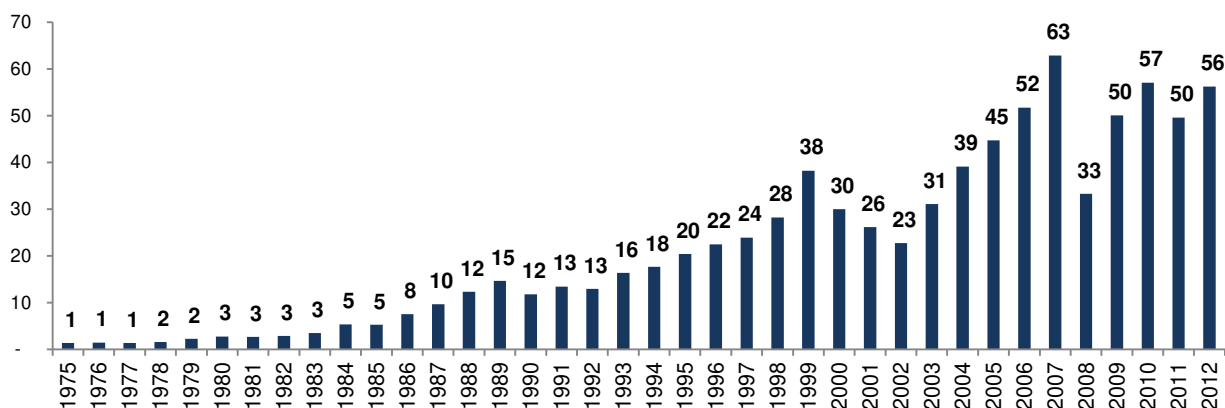


Gráfico 5- Capitalização de mercado em ações nas bolsas membro da WFE

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2013

⁵⁰ A capitalização de mercado é uma estimativa do valor de mercado de todas as empresas listadas em bolsa de valores. Seu cálculo é feito através da multiplicação do preço unitário das ações das empresas no mercado pelo número de ações em circulação (free float).

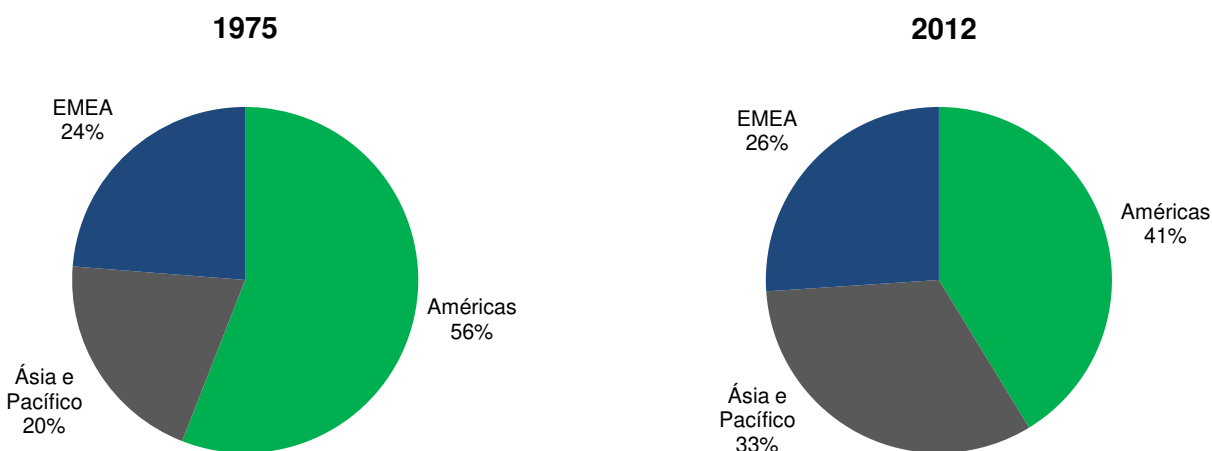


Gráfico 6- Capitalização de mercado em ações por região

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2013

No Gráfico 6, nota-se uma maior representatividade dos países asiáticos como composição dessa capitalização ao longo dos anos, que em 2012 chegou a um percentual de representatividade de 33% (20% em 1975). Desde 1975 a capitalização de mercado das companhias listadas em bolsas de valores no mundo cresceu 4040% no total, com uma taxa de crescimento anual de 11%⁵¹. Destacam-se ainda os crescimentos percentuais de 87% no período de 2000 a 2012 e de 377% no período de 2012 a 1990.

Essa evolução foi possível, principalmente, acompanhando os processos de privatização acionária, emissões primárias, índices e produtos derivativos de ações, assim como operações trans-fonteiriças fruto de certa desregulamentação que ampliaram os horizontes do mercados de capitais . Porém, destaca-se o papel das bolsas e seus administradores, os quais realizaram adaptações tecnológicas, regulatórias e investimentos cruciais em estruturas de mercado necessárias para garantir a eficiência de tais essas transformações. (WFE, 2002, p.4)

Os volumes financeiros negociados, também apresentaram uma evolução notável desde a década de 90 (Gráfico 7). O volume negociado em ativos de renda

⁵¹ CAGR- taxa composta de crescimento anual: mede a taxa de retorno de um investimento — como um fundo mútuo ou um título — durante um período de investimento. A CAGR também é chamada de taxa de retorno "uniformizada", pois mede o crescimento de um investimento como se ele tivesse crescido a uma taxa anual composta constante.

variável passou de U\$ 6 trilhões de dólares em 1990, alcançou um pico de U\$110 trilhões em 2008 e chegou em 2012 com um total de U\$ 67 trilhões de dólares. Parte desse crescimento ocorreu em função do aumento de liquidez dos mercados internacionais e certa desregulamentação no mercado de capitais nacionais.

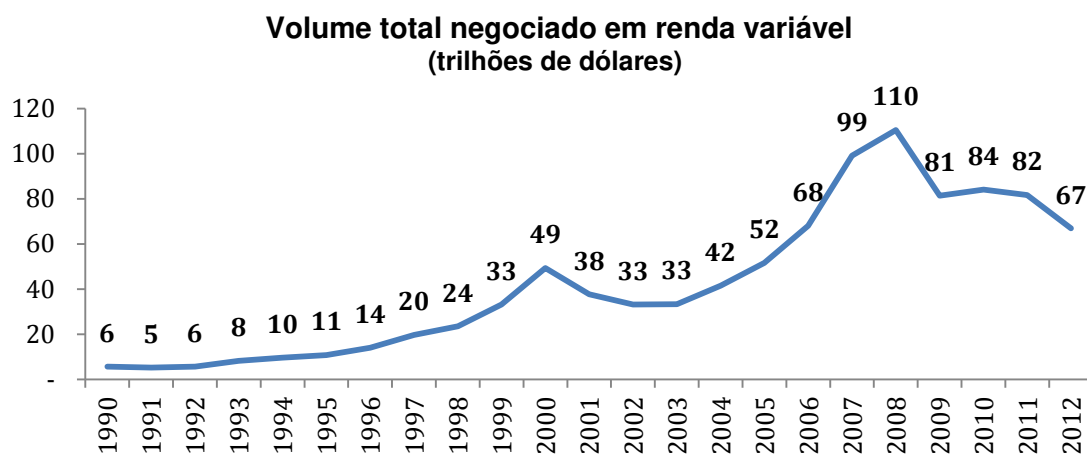


Gráfico 7- Volume total negociado em renda variável

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2013.

O crescimento percentual no período foi de 1077%, com uma média anual de crescimento de 11,9% desde 1990. Em 1990 a Ásia representava 43% dos volumes negociados em renda variável, com a Bolsa de Tóquio sendo a principal (Gráfico 8). Já em 2012 as bolsas norte-americanas (NYSE Euronext US e NASDAQ OMX) alcançaram uma representatividade maior somando 24% dos volumes totais no mundo fazendo com que as Américas contassem com 53% dos volumes financeiros. No Brasil, a BM&FBOVESPA negociou U\$ 875 bilhões de dólares em 2012, aproximadamente 1% do volume mundial.

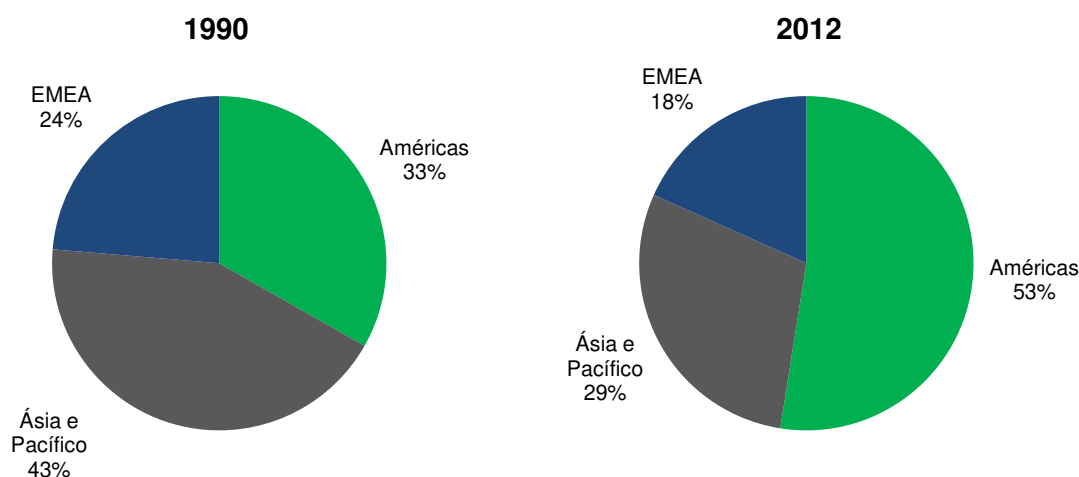


Gráfico 8- Total negociado em renda variável por região

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2013.

Por fim, não podemos deixar de destacar a evolução do número de companhias listadas nos mercados organizados de bolsas de valores (Gráfico 9). Mundialmente são aproximadamente 47 mil companhias de capital aberto listadas nas bolsas membro da WFE.

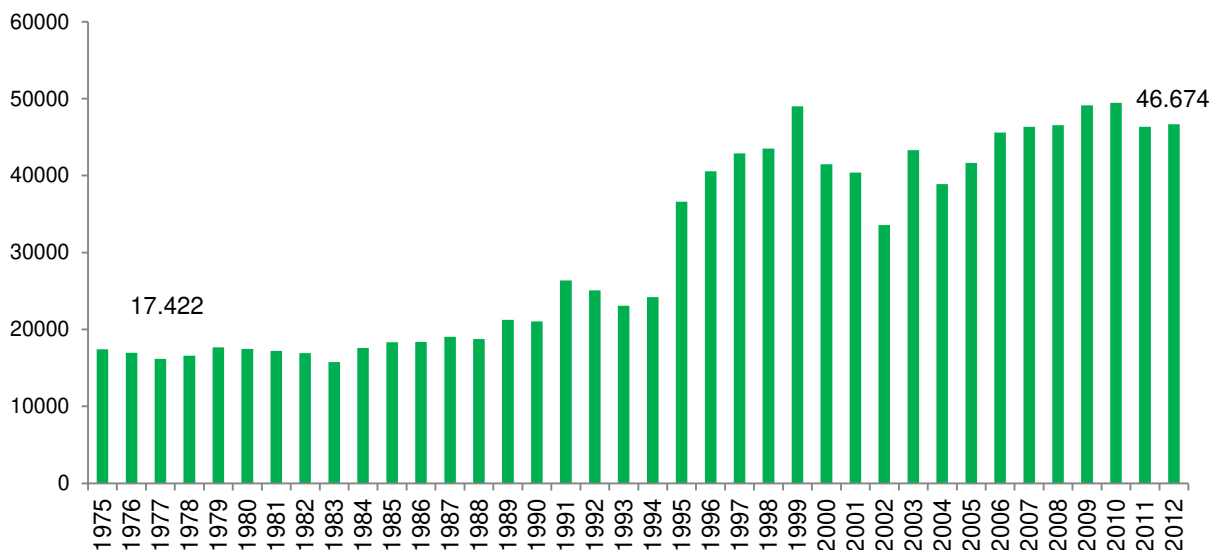


Gráfico 9- Evolução do número de companhias listadas nas bolsas membro da WFE

Fonte Elaboração própria a partir de WFE, 2013.

Em 1975 a WFE contabilizou em suas bolsas membro, 17.422 empresas listadas com capitalização de menos de U\$ 1 trilhão de dólares. Nos anos 2000 este indicador alcançou o patamar de 41.455 empresas listadas com capitalização de U\$ 30 trilhões de dólares (crescimento de 2112%).

Em 2012 as companhias listadas totalizaram 46.674 e capitalização de U\$ 56,2 trilhões de dólares. Essa evolução aponta para uma crescente busca por financiamento nos mercados de capitais regulados por parte das empresas. Em parte devido à popularização desses mercados e difusão dos processos de captação de investimento via mercado acionário em bolsa de valores.

Nos anos 1970 as empresas europeias e norte-americanas lideravam o número total de listagens, porém nos anos 2000, com o advento das economias emergentes, as bolsas asiáticas alcançaram 49% do total de companhias listadas nos mercados regulados, o que mostra grande importância de seus volumes negociados e dinamismo no mercado financeiro e de capitais.(Gráfico 10)

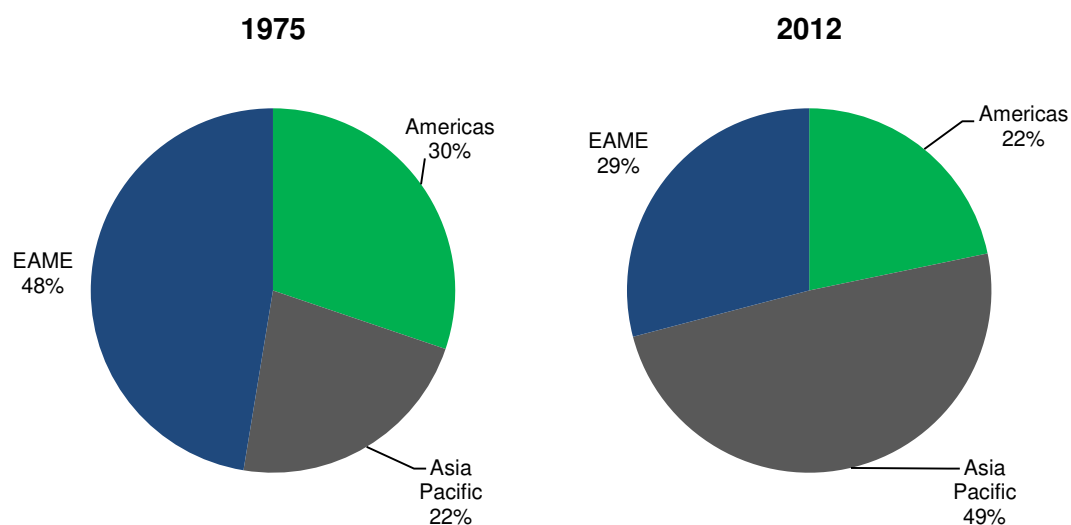


Gráfico 10- Número de companhias listadas por região

Fonte: Elaboração própria a partir de WFE, 2013.

De modo geral, a capitalização de mercado cresceu 62% com relação ao PIB mundial desde os anos 1990, (Gráfico 11) alcançando um pico pré-crise financeira do subprime norte-americano em 2007 com 118% da capitalização de mercado mundial em relação ao PIB mundial.

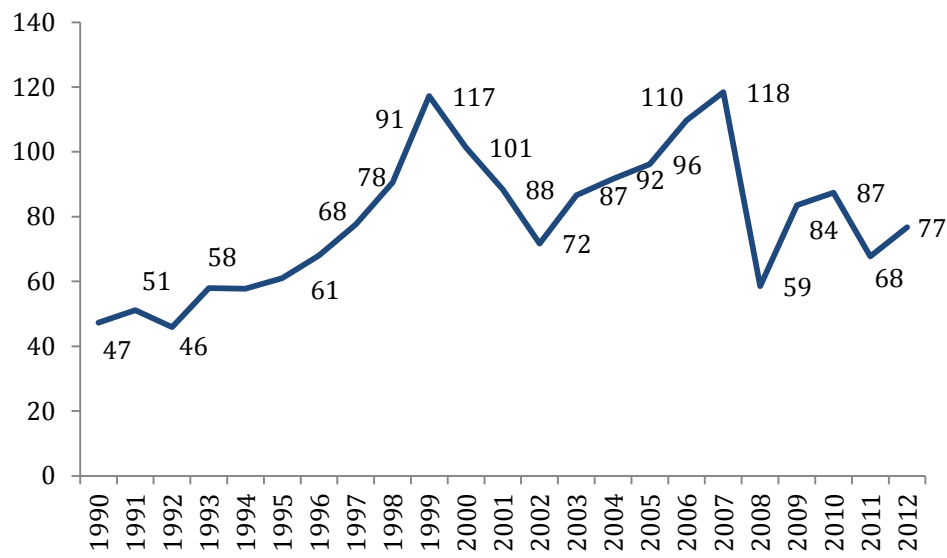


Gráfico 11- Capitalização de mercado em ações em relação ao PIB (% Mundial)

Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Mundial, 2013.

Em termos regionais, a América do Norte contava com 118% de capitalização de mercado em relação ao PIB, o maior do mundo. Já a Europa alcançava 62% e a Ásia com 68%. (Gráfico 12) O Brasil e os países da América Latina têm aproximadamente 47% de seu PIB capitalizado no mercado de ações.

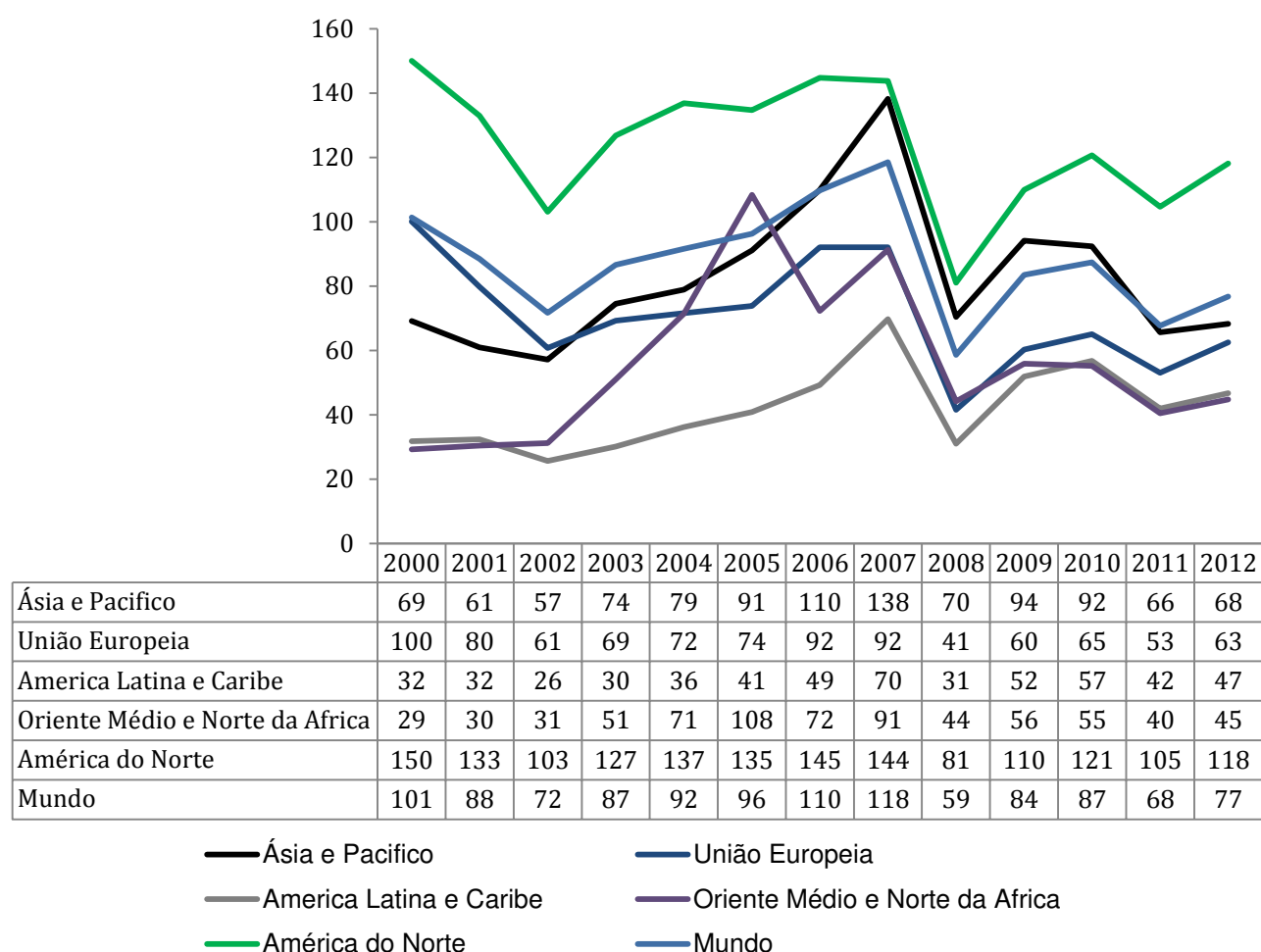


Gráfico 12- Capitalização de mercado em ações em relação ao PIB por região (%PIB)

Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Mundial, 2013.

Esses dados mostram a importância mundial do capital financeiro que circula nas bolsas de valores sob a forma de ações e envolve a atuação de diversos agentes econômicos tais como investidores institucionais, companhias abertas, órgãos do governo e pequenos investidores. Por esse motivo, seguindo o objetivo deste trabalho, que encontra neste capítulo a primeira aproximação da importância das bolsas no sistema econômico mundial de crescente financeirização desde a década de 1970, cabe analisar o papel das bolsas de valores como instrumentos auxiliares de fomento e formação de mercado. Elas possuem poder de criar e implementar regras e padrões no mercado de capitais que nenhum outro agente poderia fazer. Sendo braço das

Comissões de Valores Mobiliários e muitas vezes, em certos países, agentes com poder de autorregulação, as bolsas possuem, além de uma dimensão notável quantitativamente, papel crucial no estabelecimento de uma economia financeira mais segura, eficiente e sustentável.

Sendo assim, seguindo nosso objetivo de ilustrar o papel das bolsas de valores no estímulo do investimento sustentável e ambientalmente responsável, vamos abordar, no próximo capítulo, como essas instituições podem antecipar oportunidades na esfera do investimento sustentável e melhorar a eficiência na informação ao mercado por meio de índices relativos à sustentabilidade, guias de publicação de informações não financeiras para companhias listadas, e criação de plataformas especializadas tais como os mercados de carbono e de energia limpa.

CAPÍTULO 3- AS BOLSAS DE VALORES E O INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL

Apresentada a estrutura e o funcionamento do mercado financeiro e de capitais, com destaque para a função econômica das bolsas de valores, identificaremos a seguir como as bolsas se relacionam com as questões ambientais através da indução e estímulo ao investimento sustentável.

Este capítulo, composto por quatro seções, tem como objetivo resgatar primeiramente, e não de forma exaustiva, a importância do investimento sustentável para investidores e empresas, relacionando seu papel no mercado financeiro e de capitais. Na segunda seção destacamos a iniciativa de Bolsas de Valores Sustentáveis (SSE na sigla em inglês, “*Sustainable Stock Exchanges*”). Na terceira seção apresentaremos as principais iniciativas das bolsas no âmbito da Federação Mundial de Bolsas (WFE) no fomento do investimento sustentável. Por fim, na quarta seção, destacamos os principais desafios e oportunidades que essas instituições encontram no âmbito das ações relacionadas à preocupação do mercado financeiro com o desenvolvimento sustentável em última instância.

3.1- A IMPORTÂNCIA DO INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL E SUA RELAÇÃO COM AS BOLSAS DE VALORES

Nas últimas décadas, corporações e entidades que buscam atrair capital na forma de investimentos começaram – seja proativamente ou em resposta aos investidores institucionais⁵², agências do governo, reguladores e sociedade civil – a enfatizar a preocupação com questões da sustentabilidade em seus negócios. Sustentabilidade traduzida pela adoção de práticas ambientalmente responsáveis, políticas sociais e estruturas de governança corporativa por parte das empresas e instituições de mercado a fim de minimizar seus riscos e buscar um desenvolvimento de

⁵² Conforme Carneiro (1999) a definição de investidor institucional é: gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus portfólios nos mercados internacionais. A centralização de poupanças individuais nas mãos desses profissionais permitiu concentrar as decisões de investimento criando a possibilidade de colusão e uma maior volatilidade nos mercados.

longo prazo coerente com as questões socioambientais. Esse fenômeno mostra certo consenso de que estabilidade financeira e desenvolvimento econômico de longo-prazo requerem melhoras nas práticas sociais, ambientais e de governança corporativa (ESG, na sigla em inglês). (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.3)

A importância de discutir o investimento sustentável⁵³ é que as questões de responsabilidade ambiental e social corporativa afetam o valor atribuído pelos acionistas às companhias de capital aberto e, deste modo, influenciam no desempenho de portfólios de investimento financeiro viabilizando ou não investimentos produtivos que precisam captar recursos através do mercado financeiro e de capitais de acordo com o risco ambiental e social que as atividades de determinadas empresas apresentam aos potenciais investidores. Além disso, as preocupações das companhias de capital aberto com relação ao valor reputacional atribuído a suas ações é crucial para as questões de Responsabilidade Social Corporativa (RSC)⁵⁴ e encontra nas bolsas de valores a principal “vitrine” onde investidores avaliam diariamente o valor atribuído a elas.

Assim, as atividades do sistema financeiro⁵⁵ (setor bancário, corretoras e distribuidoras de valores, bolsas de valores, etc) vêm tomando consciência e incorporando a responsabilidade com relação às questões de ESG em seus mercados e atuações. (TOSINI, 2007) Por conta dessas preocupações, é que se faz necessário o estudo das práticas e tendências de mercado realizadas pelas instituições que se encontram na intermediação da relação entre investidores, reguladores e empresas: as bolsas de valores.

⁵³ Os termos sustentabilidade, desenvolvimento sustentável, investimento sustentável e fatores ESG foram utilizados neste trabalho indistintamente para fins de caracterização das preocupações socioambientais pelos agentes econômicos no mercado financeiro e de capitais na alocação de seus investimentos.

⁵⁴ Para o Instituto Ethos (2006), Responsabilidade Social Corporativa (ou Empresarial), integra o conjunto de interesses das empresas e de seus stakeholders, além de fomentar o desenvolvimento socioeconômico das comunidades do entorno. Para tanto, os tipos de relacionamento entre as partes envolvidas, formalizados contratualmente ou não, expressarão a complexidade de interesses e expectativas dos diferentes agentes e serão avaliados sob três dimensões (*Tripple Bottom Line*): econômica, social e ambiental.

⁵⁵ Há uma tendência à incorporação da responsabilização das instituições financeiras como poluidores indiretos através do Princípio do Poluidor Pagador ou da responsabilidade social corporativa em si envolvendo não só o gerenciamento de riscos mas questões como reputação, e produtos sustentáveis. No âmbito do setor bancário, os “Princípios do Equador” desempenham um papel importante por representarem um conjunto de exigências socioambientais na concessão de crédito e financiamento de grandes projetos. Até setembro deste ano, 77 instituições adotaram esses princípios em 35 países. Para detalhamento dos princípios consultar: EQUATOR PRINCIPLES (2013)

Nesse contexto, o termo investimento sustentável cobre uma gama de conceitos e classes de ativos, desde a negociação de carbono e investimento em tecnologia limpa até o uso de informações ESG na construção de portfólios de investimentos e políticas de voto em participação acionária. (WFE, 2009) Seis são os princípios do investimento responsável contidos no “Princípios do Investimento Responsável” conhecido como acordo PRI.

O acordo PRI é uma iniciativa da Organização das Nações Unidas (ONU), destinada a grandes gestores de recursos e demais agentes do mercado financeiro, em prol do investimento responsável. Lançado em 2006 em Nova York e em 2007 no Brasil, em evento sediado na BM&FBOVESPA, o PRI reúne seis práticas globais⁵⁶, nas áreas ambiental, social e de governança, que devem ser valorizadas pelos investidores institucionais na composição de seus portfólios de investimentos. Com isso, os signatários do PRI – mais de mil instituições representando mais de 30 trilhões de dólares – influenciam diretamente o comportamento dos agentes do mercado financeiro, incluindo companhias listadas, investidores, fundos de investimento, bancos e bolsas e colaboram para desenvolver uma economia mais estável, sustentável e inclusiva. (Gráfico 13)

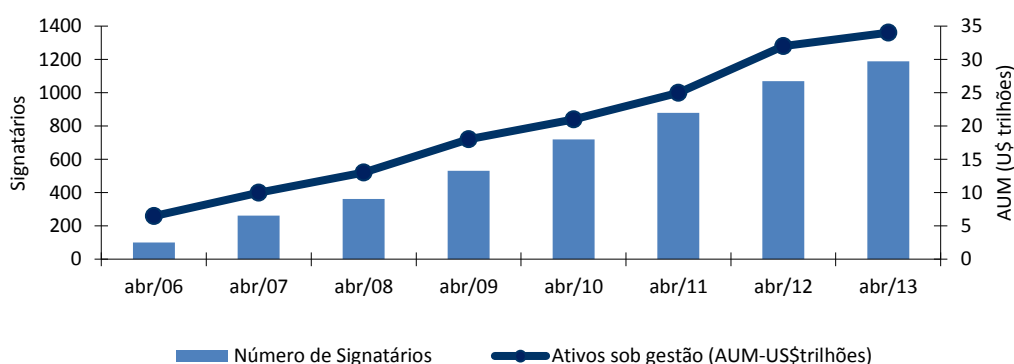


Gráfico 13- Evolução do total de signatários do PRI

Fonte: Adaptado de PRI, 2013.

⁵⁶ Os Princípios do Investimento Responsável (PRI) são: 1. Incluir as questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão. 2. Atuar como proprietários ativos e incorporadores dos temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos. 3. Buscar a transparência adequada nas empresas investidas quanto às questões de ESG. 4. Promover a aceitação e a implementação dos princípios aos investidores institucionais. 5. Trabalhar juntos para reforçar nossa eficiência na implementação dos PRI. 6. Divulgar as atividades e progressos em relação à implementação dos PRI. (PRI, 2013).

O mercado de investimento sustentável já apresenta certo dinamismo e está em expansão ao redor do mundo atraindo fundos de pensão, administradores de carteiras e bancos de investimento com potencial de investimento na casa de trilhões de dólares⁵⁷. Isso reflete a tendência das companhias listadas em superar desafios como mudanças climáticas, uso e desenvolvimento de tecnologia limpa, padrões de utilização da força de trabalho, empregabilidade e direitos humanos. Fatores que são amplamente reconhecidos como essenciais não só para a inovação, para o aumento da produtividade, e do crescimento de mercado, mas também como promotores do controle de risco e do valor reputacional.

Neste âmbito, os atores responsáveis por criar padrões e estimular o investimento sustentável são diversos. Entre eles, reguladores, órgãos de política econômica, instituições de padronização de reporte de informações contábeis e não financeiras. As bolsas de valores como instituições cruciais na intermediação dos investimentos financeiros em companhias listadas, criação de mercados de investimento sustentável e divulgação de informações ao mercado possuem um papel fundamental neste processo.

Outro ponto que vale ser destacado é o crescente foco dos investidores na inclusão da percepção socioambiental em suas estratégias de investimento em ativos que reflitam a responsabilidade corporativa, social e ambiental. Ainda que estes investidores representem uma pequena fração de todos os ativos sob administração no mundo, eles são importantes elementos no mercado bursátil. A *European Sustainable Investment Forum* (Eurosif) estimou que em 2011 os recursos destinados a investimentos responsáveis eram da ordem de 48 bilhões de euros na União Europeia (26 bilhões em 2007).⁵⁸ Já nos EUA, o *US Social Investment Forum* (US SIF) estimou em 2012 que os ativos sob investimento social e ambientalmente responsáveis representavam mais de três trilhões de dólares, representando 11,3% dos ativos sob gestão no país.⁵⁹ No Brasil, os recursos destinados a fundos de investimento socialmente responsável (ISR) ainda representa menos de 1% de todos os ativos. (FAVARETTO, 2013)

⁵⁷ Importantes fundos como CALPERS na Califórnia, o fundo Inglês HERMES e bancos como Goldman Sachs e Citibank são signatários do PRI.

⁵⁸ EUROSIF (2012, p.13)

⁵⁹ US SIF (2012)

A evolução dessa preocupação socioambiental passa a encorajar os administradores de carteiras e fundos de investimento a se tornarem investidores responsáveis ao apoiarem o desenvolvimento de produtos sustentáveis, como índices e fundos de índices (ETFs na sigla em inglês) baseados em ativos tidos como “verdes”.⁶⁰ Os investidores criam a demanda por esses ativos. Porém, ainda há certa preocupação com a visão de curto-prazo da maioria dos investidores no mundo todo. A visão de curto prazo que os impede de criar uma demanda robusta e permanente por ativos “verdes”. O papel da educação financeira e de conscientização acerca dos riscos ambientais e questões de ESG é crucial, neste sentido, para orientar a alocação estratégica de investimentos.⁶¹ (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Assim, pois, cabe destacar que os investidores institucionais são, nesse contexto, “universal owners”⁶² de ativos devido ao fato de seus portfolios serem compostos por posições de longo prazo que abarcam diversos setores da economia pela necessidade de diversificação de suas carteiras. Dessa forma, os investidores institucionais ao investirem em ativos ou setores que geram retorno no curto prazo à custa de externalidades negativas prejudicam o desempenho de seu portfólio, uma vez que os custos gerados por uma empresa ou setor, serão provavelmente internalizados por outras empresas ou setores que também fazem parte da carteira de investimentos desses investidores. (BM&FBOVESPA, 2011, p.12). Assim, torna-se extremamente importante gerenciar os investimentos, inclusive sob o conceito de intergerações⁶³, não só com a preocupação dos retornos de companhias individuais, mas da economia como um todo. Ao serem proprietários universais de parte da economia mundial, os investidores institucionais procuram manter o controle sobre as questões de ESG a fim

⁶⁰ Os índices de sustentabilidade já são uma forma popular de criação de produtos “verdes” na indústria de bolsa. Porém, um movimento mais agressivo e possivelmente mais eficiente seria a alteração de regras de listagem e implementação de obrigatoriedade por parte das bolsas e reguladores para que as empresas listadas publiquem informações de sustentabilidade em seus balanços, mas que ainda não ocorre por ser uma medida complexa e custosa de ser implementada.

⁶¹ Importante ressaltar que o diálogo entre instituições do mercado, como bolsas de valores, investidores e os reguladores nacionais é crucial para aumentar a conscientização e reforçar regras que disseminem as práticas de responsabilidade social corporativa e preocupação com questões ambientais não só por parte das companhias listadas, mas também por parte dos investidores e pela sociedade civil.

⁶² Termo utilizado no relatório UNEP-FI e PRI (2011) para definir a universalidade dos ativos sob administração dos investidores institucionais, fundos de pensão e fundos de investimento no geral.

⁶³ O conceito de justiça intergeracional é explicitado pelo economista James Tobin a partir da definição de que os administradores de instituições detentoras de algum patrimônio seriam os “guardiões do futuro” contra as reivindicações do presente e que sua tarefa, ao administrar esse patrimônio, seria de preservá-lo entre gerações. (TOBIN, 1974).

de reduzir as externalidade negativas como poluição, corrupção e de aumentar as externalidades positivas como governança corporativa robusta e boas práticas de desenvolvimento humano por parte das companhias nas quais eles alocam seus investimentos.⁶⁴

Os investidores institucionais, fundos investidores individuais, administradores de carteiras (*asset managers*) e empresas, usualmente percorrem o nicho de mercado sustentável sob três formas principais de aplicação de acordo com a WFE (2009, p.3):

- (i) fundos de investimento “socialmente responsável” ou “eticamente responsável”, os quais utilizam a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) como um filtro positivo ou negativo na construção de portfólios de ativos e podem combiná-los com certa dose de ativismo na participação dos acionistas;
- (ii) estratégias de investimento “verde” em companhias que oferecem soluções ao desenvolvimento sustentável através do fornecimento de energia limpa, serviços ambientais, cuidados na área da saúde, por exemplo;
- (iii) construção de portfólios baseada em análises que integrem informações financeiras ou contábeis a fatores de governança ambiental, social e corporativa (ESG). Geralmente combinada com engajamento dos acionistas nas companhias em questão.

Porém, o investimento via investidores institucionais como instrumento de política social é passível de certas críticas se pensarmos que muitos deles buscam no investimento “verde” simplesmente uma forma que os permita legitimar seus investimentos através do mercado financeiro, sem gerar benefícios reais ao meio ambiente. Por outro lado, se acionistas e administradores de carteiras, como ativistas no processo e no diálogo com as companhias, passarem a pressionar e a induzir reguladores e órgãos governamentais, a conscientização sobre as questões socioambientais nos investimentos financeiros poderia se tornar mais efetiva. (HAIGH; HAZELTON, 2004, p.60)

⁶⁴ A UNEP (2011) estimou em US\$ 6.6 trilhões os custos ambientais anuais advindos da atividade humana e serem US\$ 2.5 trilhões os custos advindos da degradação causada pelas 3.000 maiores companhias listadas do mundo. Sendo que mais de 50% dos ativos estariam sob risco ambiental em um portfólio de ações composto pelo Índice da MSCI All Country World Index.

Ainda nesse sentido, autores como Mackenzie e Lewis (1999) afirmam que os investidores são atraídos por fundos de investimento sustentável (ISR), pois acreditam poder influenciar nas ações das companhias que estejam comprometidas com as questões de ESG. Cullis et al. (1992) ainda afirma que os investidores socialmente responsáveis acreditam que o mercado financeiro possa constituir uma forma apropriada para mitigar, compensar e até corrigir externalidades ambientais como a poluição e más condições de utilização da força de trabalho.

Portanto, é crucial que as empresas estejam preocupadas com fatores de risco envolvidos em seu desempenho e reconheçam os benefícios reais, tanto de imagem e reputação quanto de investimentos, de incorporarem um novo valor, nem sempre mensurável de forma clara e objetiva, mas que certamente envolve a vida humana em sua mais ampla dimensão com o meio ambiente – o valor ambiental. Evidência desse fato é a já mencionada opção dos investidores por restringir seus investimentos a companhias comprometidas com a responsabilidade socioambiental ou fundos mútuos que procuram alocar seu portfolio de ativos em investimentos sustentáveis. Esse movimento por parte dos investidores pode afetar a estratégia de uma companhia por conta de seu custo de captação de recursos. (WALL, 1995)

Nesse sentido, as empresas que não adotarem práticas social e ambientalmente responsáveis sofrerão com o acesso a capital para investimentos em seu setor. Brown *et al.* (2006), explorando os problemas envolvidos nas decisões corporativas em adotarem práticas de Responsabilidade Social e Corporativa (RSC), estimula a reflexão sobre modelos de governança capazes de aliar o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas com os interesses de gestores e outros *stakeholders*. Para os autores, a promoção de práticas sociais poderiam favorecer os interesses de gestores e membros do conselho de administração, além de contribuir com uma melhora da percepção da imagem institucional da empresa. Deste modo, ocorreria um possível aumento no valor da empresa decorrente não só de sua reputação mas da obtenção de vantagens competitivas ao antecipar às questões da sustentabilidade.

Assim pois, as empresas devem cada vez mais reconhecer as questões ambientais como oportunidade e não como custos ou ameaça futura. Elas devem aprimorar seu modo de medir e detectar custos e benefícios ambientais de suas

atividades disponibilizando informações relevantes aos seus stakeholders, o que ainda é deficiente em muitos mercados. À medida que os custos ambientais forem medidos e entendidos, o próximo passo será criar soluções e inovações que agreguem valor às companhias e fomentem o investimento sustentável. (PORTER; LINDE, 1995a, p.114)

As estratégias de investimento responsável podem, ainda, alterar o risco e o patamar de companhias que sejam consideradas “poluidoras”, a partir da diminuição do preço de suas ações. Quando a diferença de preço das ações de firmas reconhecidas como responsáveis ambientalmente pelos investidores e firmas que são “inaceitáveis” na estratégia destes cresce consideravelmente, as empresas inevitavelmente consideram assumir o custo de investir em reformas sustentáveis, por exemplo, tornando-se elegíveis a investimentos “verdes” ou índices de sustentabilidade empresarial. Dessa maneira, o investimento sustentável passaria a afetar diretamente o comportamento das companhias. (HEINKEL et al., 2001, p.447)

Desse modo, uma firma não pode perseguir o objetivo de maximizar seu valor ignorando o interesse de seus *stakeholders* com relação às questões socioambientais.⁶⁵ Essa visão confronta a visão tradicional de valorização econômica pura, onde o que importa é só o lucro extraordinário em última instância. (JENSEN, 2001, p.9)

Ao constatar o fato apresentado acima, as questões do desenvolvimento sustentável podem, sim, aumentar o desempenho financeiro das empresas que se anteciparem a tais. Exemplos disso são a redução de energia com a conscientização corporativa que cria diminuição de custos; a reciclagem de resíduos que pode se tornar uma nova fonte de receita e iniciativas que procurem estimular a cultura da inovação dentro das firmas.

Porém, há argumentos de que umas das maneiras mais importante de alterar esse desempenho seja através do posicionamento correto das companhias para com os *stakeholders*. (PELOZA et al., 2012, p.74) Grande parte desse posicionamento está relacionada com as preocupações de longo prazo.

⁶⁵ A “Stakeholder Theory”, com origem na sociologia, define que os executivos e dirigentes das empresas devem tomar decisões levando em conta o interesse das partes interessadas (acionistas, pessoas físicas, empregados, clientes, comunidades tradicionais e governo) que eventualmente são impactadas ou levam em conta questões ambientais. (JENSEN, 2001, p.9)

Para que o mercado de capitais reconheça o real valor das decisões empresariais e reflita isso nos resultados econômicos das companhias, a alta administração das companhias listadas necessita comunicar aos investidores com clareza e transparência suas estratégias e o possível impacto destas num longo espaço de tempo. A criação de valor percebida pelos *stakeholders* não corresponde às flutuações diárias do valor de uma empresa, o valor ultrapassa o curto prazo. E por esta razão, frente à ignorância do mercado, é essencial que as empresas comuniquem as expectativas e iniciativas, principalmente através dos mecanismos disponíveis no mercado de capitais. (JENSEN, 2001, p.17)

Com a evolução das percepções até aqui desenvolvidas no mercado financeiro e de capitais, as partes interessadas destes mercados (legisladores, reguladores, agências multilaterais, órgãos de normas contábeis e auditoria) e principalmente as bolsas de valores se voltaram para questões estratégicas e comerciais que objetivem o fomento do investimento responsável. Algumas delas podem ser ilustradas de acordo com as indagações da própria Federação Mundial de Bolsas, WFE (2009):

- (i) Como auxiliar na garantia da eficiência do mercado ao manter as informações de ESG aos investidores, analistas e companhias listadas?
- (ii) Podem as questões de ESG contribuir para a qualidade, integridade e transparência das companhias através da abertura de capital em Bolsa e do perfil do mercado nacional como um todo?
- (iii) Podem as bolsas aumentar a consciência corporativa e melhores práticas de administração entre as companhias listadas?
- (iv) Podem as bolsas adicionar valor a esse mercado apresentando investidores e emissores de ativos uns aos outros no que toca o tema da sustentabilidade?
- (v) Podem as bolsas criar novos segmentos de listagem e produtos específicos para o nicho de investimento sustentável de forma adequada?
- (vi) Como as bolsas podem ajudar a desenvolver condições regulatórias e reformas que facilitem a transparência para questões de ESG e fluxos de investimento sustentável?

Assim, as bolsas de valores possuem uma tarefa complicada por serem os mercados principais entre compradores e vendedores de ações e outros ativos financeiros, responsáveis pela negociação no mercado de ações de 67 trilhões de dólares em 2012 (aproximadamente 70% do PIB Mundial em 2012) e capitalização de mercado de aproximadamente 56 trilhões de dólares no mesmo ano.⁶⁶, conectando milhões de investidores no mercado de capitais. Através de suas regras de listagem e de seu papel autorregulador, principalmente, acredita-se que as bolsas possam influenciar os negócios e práticas das companhias listadas que procuram utilizá-las como um ponto comum de acesso a capital de investidores globais (pessoas físicas e investidores institucionais).

A relevância destas questões para o mercado de capitais é inquestionável. Porém, cada bolsa em seu mercado nacional irá desenvolver sua capacidade de respondê-las de acordo com as características de seu negócio. Além disso, as bolsas hoje são, em sua maioria, companhias de capital aberto que também precisam cumprir com as regras de listagem de seus próprios mercados, o que difere o modo pelo qual cada uma delas irá desenvolver respostas às questões socioambientais. Nesse contexto, como já destacamos no segundo capítulo deste trabalho, elas possuem um papel vital no desenvolvimento econômico ao passo que são o instrumento primário de alocação do capital desses investidores tanto em economias avançadas como em mercados emergentes. Os índices e informações providos em suas plataformas de negociação são amplamente utilizados pelos *policy makers*, investidores e analistas de mercado como barômetro da saúde do sistema econômico e indicadores das tendências globais no setor financeiro e do bem-estar social no que tocam aos investimentos responsáveis.⁶⁷ (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.8)

Nota-se, em particular, que o caminho da inovação e do fomento do investimento sustentável tem sido importante em países como Brasil, Índia, China e África do Sul. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012) Um ponto chave dessa tendência é a o esforço

⁶⁶ Dados de negociação no mercado de ações das bolsas membro da Federação Mundial de Bolsas obtidos em WFE (2013), e PIB mundial estimado pelo FMI (2013).

⁶⁷ Além disso, há 40 anos, as empresas eram gerenciadas e controladas por uma pequena parcela dos indivíduos e famílias donas dos empreendimentos. Na Inglaterra, por exemplo, 54% das ações de capital privado estavam nas mãos dos indivíduos até 1963. Hoje, esse número caiu para 15%, enquanto que os investidores institucionais representam 70%. Esse movimento ocorreu não só na Europa e nos EUA, mas em economias como Japão, Brasil, Índia e África do Sul. (WFE, 2012b, p.5) Esse fato, reforça o interesse e responsabilidade das bolsas de valores em manifestar desenvolvimentos e fomento de mercado para esses investidores e companhias listadas.

político e econômico em incluir questões como as mudanças climáticas e problemas ambientais com incentivos baseados no mercado de capitais e financeiro a fim de fomentar uma transição, ainda que incipiente e lenta, para um futuro de baixo carbono. Futuro no qual companhias, investidores, operadores de mercado, bolsas e reguladores estejam convencidos de que o grande valor não está expresso somente no preço das ações ou pagamento de dividendos, mas no modo como os agentes agem e pensam o futuro da vida na Terra refletindo sua preocupação em investimentos cada vez mais responsáveis e ecologicamente sustentáveis.⁶⁸

Por fim, muitas das bolsas de valores no mundo já deram os primeiros passos a fim de responder às questões de responsabilidade corporativa, preocupação socioambiental e diversificação de investimentos, o que a nosso ver fazem delas instituições responsáveis por dar ao mercado financeiro uma preocupação com a sustentabilidade. De acordo com a WFE (2009), suas iniciativas podem ser, basicamente, divididas em três grupos:

- (i) Cálculo e desenvolvimento de índices de sustentabilidade;**
- (ii) Criação de guias e padrões de divulgação de informações não financeiras;**
- (iii) Criação de segmentos especiais de listagem e negociação.**

Abordaremos com maior detalhe no item 3.3 deste capítulo esses três grupos de iniciativas para melhor ilustrar as atividades das bolsas no sentido da preocupação com a sustentabilidade. E no item 3.2, seguiremos destacando a importância da iniciativa das Bolsas de Valores Sustentáveis, lançada em 2009 e que consiste na base de diálogo global das bolsas que se comprometem com o desenvolvimento sustentável.

3.2- A INICIATIVA DE BOLSAS DE VALORES SUSTENTÁVEIS- SSE

A fim de explorar o modo como as bolsas de valores podem e devem trabalhar juntamente com investidores, reguladores e companhias listadas as questões de

⁶⁸ A prova de que o investimento responsável é um dos temas mais importantes na agenda mundial são os diversos fóruns e diálogos globais que focam em temas tais como a criação de uma economia verde e alcance de uma coordenação internacional em direção ao desenvolvimento sustentável. Os principais fóruns são: Sustainable Stock Exchanges Global Dialogue, liderado pela UN Conference on Trade and Development UNCTAD; o International Corporate Governance Network (ICGN) e o Principles for Responsible Investment (PRI).

transparência corporativas, governança e aumento da preocupação por questões relacionadas à ESG para investimentos de longo prazo foi criada a SSE- *Sustainable Stock Exchanges Initiative*⁶⁹. A SSE é um projeto conjunto organizado pelos Princípios de Investimento Responsável (PRI) das Nações Unidas, pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), pela Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP-FI) e pelo Pacto Global das Nações Unidas (UNGC), que trabalham no diálogo entre as bolsas para o desenvolvimento do investimento responsável e divulgação de relatórios de governança corporativa e sustentabilidade.

As Nações Unidas iniciou em 2004 um encontro em sua matriz em Nova Iorque com algumas bolsas de valores para um diálogo inicial de compromisso. Em 2008, a UNCTAD e o PRI colaboraram para um encontro em Genebra com investidores, analistas financeiros, provedores de informação, bolsas e órgãos públicos a fim de promover o investimento responsável em mercados emergentes e examinar as políticas que estavam sendo discutidas na época. Ao final deste mesmo ano, o Presidente da AVIVA Investors⁷⁰ chamou a atenção dos reguladores e bolsas de valores para que as regras de listagem de companhias abertas incluísse a divulgação de informações relacionadas ao desempenho estratégico e sustentável das empresas.

Em 2009 ocorreu o primeiro diálogo da SSE em Nova Iorque, aberto pelo Secretário Geral das Nações Unidas Ban Ki-moon e que reuniu aproximadamente 100 líderes do setor financeiro tais como investidores institucionais, bolsas de valores e órgãos regulatórios, entre eles a Federação Mundial de Bolsas (WFE), a IOSCO e os signatários do PRI. A Iniciativa tornou-se, desde então, um ponto gravitacional para debates de alto nível acerca da sustentabilidade no mercado de capitais. O segundo evento ocorreu em 2010 em Xiamen na China para discutir mais a fundo as questões de ESG. Porém, foi em 2012, na terceira conferência no Rio de Janeiro no Brasil, durante a Rio+20, que a parceria se concretizou. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

⁶⁹ O Ceres's Investor Network on Climate Risk (INCR) representando um AUM (*Assets Under Management*) de US\$11 trilhões também estabeleceu um grupo de trabalho de bolsas de valores Sustentáveis, primeiramente com bolsas da América do Norte em que investidores podem interagir sobre fatores de ESG. Porém, esse grupo não será nosso foco deste trabalho por não abrangerem importantes mercados como os emergentes em seu grupo de trabalho.

⁷⁰ A AVIVA Investors é uma Asset Management com sede na Inglaterra, em Londres, que possui recursos na ordem de 274 bilhões de libras e se preocupam com a responsabilidade social e ambiental em seus investimentos.

A BM&FBOVESPA, a NASDAQ OMX, a *Johannesburg Stock Exchange* (JSE), a *Istanbul Stock Exchange* (ISE) e a *Egyptian Exchange* (EGX) assinaram em 18 de junho de 2012, durante a Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, a Rio + 20⁷¹, um acordo para promover o investimento responsável de longo prazo e a divulgação de informações relacionadas às companhias listadas nesses mercados. O compromisso oficial destaca:

Nós nos comprometemos voluntariamente, através do diálogo com investidores, companhias e reguladores, a promover o investimento responsável de longo prazo e trabalhar pela performance e divulgação de informações ambientais, sociais e de governança corporativa junto às empresas listadas em nossa Bolsa. (SSE, 2009)

Em Julho de 2013, a Bolsa de Valores de Nova Iorque⁷² (NYSE Euronext) passou a integrar grupo inicial da SSE. A NYSE Euronext foi o primeiro grupo de bolsas a neutralizar 100% de sua emissão de carbono desde 2010, através de ações como o plantio de árvores e de investimentos em projetos de créditos de carbono e acredita poder incentivar a indústria de bolsas a buscar melhores práticas de governança e transparência com relação à sustentabilidade corporativa. Sendo assim, a Iniciativa SSE passa a contemplar, em 2013, oito bolsas de valores do Mundo: NYSE Euronext; NASDAQ OMX; Bombai Stock Exchange (BSE Ltd.); BM&FBOVESPA; Johannesburg Stock Exchange (JSE); Egyptian Exchange (EGX); e MCX Stock Exchange (MCX-SX) representando um total de: 25 trilhões de dólares em capitalização de Mercado e mais de 100 bilhões de dólares negociados em ações por dia.⁷³

A iniciativa promove diálogos bianuais com as partes interessadas a fim de discutir e desenvolver áreas de trabalho tais como: promoção de produtos de mercado financeiro para investimentos sustentáveis; pesquisas sobre divulgação de informações de ESG e administração de risco ambiental em transações financeiras; promoção de reporte integrado para bolsas de valores como forma de promover a sustentabilidade, governança corporativa, orientação às companhias listadas para reportarem dados não

⁷¹ Na ocasião, foi apresentado o relatório “Bolsas de Valores Sustentáveis – Relatório de Progresso”, desenvolvido pela Responsible Research(2012), com apoio do PRI (Princípios de Investimento Responsável), UNCTAD (Nações Unidas, a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento), Pacto Global, e patrocinado pela Aviva Investors. O relatório pesquisou 30 grandes bolsas de valores globais sobre a abrangência e profundidade de suas iniciativas de sustentabilidade e apresenta os progressos das bolsas nos temas de sustentabilidade desde 2010, ano em que foi publicado o primeiro reporte.

⁷² A NYSE Euronext é a maior Bolsa de Valores do mundo em termos de capitalização de mercado em ações com mais de 16 trilhões de dólares. (WFE, 2013)

⁷³ Dados WFE (2012a)

financeiros; promoção de regulação compulsória para divulgação dessas informações por parte das companhias de capital aberto. Além disso, a SSE pretende produzir guias das melhores práticas em inventários de redução de emissão de GEEs e Governança Corporativa e Sustentabilidade.⁷⁴

Nesse sentido, é importante destacarmos a estrutura do grupo consultivo da iniciativa de bolsas que mostra o envolvimento de diversas instituições globais no diálogo sobre as questões ambientais e de mudanças climáticas. (Figura 4)



Figura 4- Grupo Consultivo da SSE

Fonte: Adaptado de SSE, 2012.

Os membros da iniciativa esperam que haja uma convergência para o fomento e desenvolvimento de mecanismos nacionais que requeiram, de forma “relate ou explique”⁷⁵, a integração de informações substanciais sobre sustentabilidade no ciclo de

⁷⁴ Para o aprofundamento dessas questões, consultar nota conceitual lançada pela própria SSE (2012)

⁷⁵ A definição da prática de “Relate ou Explique” ou ainda “Reporte ou Explique” refere-se à recomendação, voluntária ou mandatória, para que as empresas de capital aberto reportem suas ações de ESG ou expliquem por que não o fazem em seus relatórios anuais e publicações para os stakeholders. Essa prática induz a divulgação de informações de ESG pelas companhias e estimula os investidores e outras partes interessadas a diferenciar aquelas que o fazem.

reporte financeiro e corporativo padrão das companhias de capital aberto. Para que isso ocorra, pode ser necessária mudança nas leis das companhias abertas de cada país, nos estatutos para que requeiram esse tipo de informação integrada, no desenvolvimento de códigos de governança e mudanças nas regras de listagem nas bolsas, prioritariamente. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

A SSE encomendou em 2010 uma pesquisa com uma pequena amostra de bolsas membro da WFE (30 bolsas com maior capitalização de mercado⁷⁶) das quais 16 responderam a respeito da forma com a qual lidam com as questões da sustentabilidade. Nela foram identificados obstáculos reais às iniciativas das bolsas, importantes desafios e oportunidades para a sustentabilidade no mercado financeiro e de capitais. Alguns dos obstáculos identificados pela pesquisa foram:

- (i) a própria definição de ESG é muito aberta a diversas interpretações e medidas de quantificação dos fatores relevantes;
- (ii) programas de sustentabilidade tendem a produzir resultados no longo-prazo, porém os investidores ainda focam seus portfólios em estratégias de curto-prazo, mesmo em períodos de crise;
- (iii) as corporações ainda baseiam seus negócios muito mais na diminuição de custos de capital, ao passo que iniciativas de ESG envolvem geralmente altos investimentos iniciais que não são imediatamente recompensados pelo mercado;
- (iv) muitas das bolsas de valores são, hoje, instituições com fins lucrativos e não mais estruturas mutualizadas em que seus donos eram as corretoras de valores, e por este motivo precisam manter um ambiente de ofertas públicas de ações e negociação de ativos que não seja punitivo a elas próprias;
- (v) práticas de contabilidade, reporte de informações, regimes regulatórios e estruturas legais diferem muito entre países, o que dificulta a padronização global de iniciativas e reconhecimento por parte dos agentes econômicos. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010,p.4)

⁷⁶ Metodologicamente, a pesquisa consistiu no envio de 10 questões para as 30 maiores bolsas membro da WFE em termos de capitalização de mercado a fim de identificar como entendem as questões relacionadas à ESG em seus mercados e quais requerimentos e iniciativas conduzem nesse âmbito.

Neste contexto, as bolsas encontram-se numa posição de promover a melhoria das práticas de ESG e reporte de informações não-financeiras em seus mercados. E possuem, ainda, capacidade de encorajar uma maior responsabilidade corporativa em questões ambientais e da sustentabilidade como um todo, e muitas já o fazem. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010) Porém, há ainda um longo caminho a ser percorrido como a implementação de requerimentos adicionais de listagem para companhias abertas incluindo fatores de ESG; fomento do reporte de informações de ESG integrado e padronizado; introdução da visão de investimentos e risco no longo prazo para investidores. Estes são alguns dos principais desafios das bolsas, os quais abordaremos na seção 3.4 deste capítulo.

As principais conclusões do estudo, em 2010, foram que a estrutura societária e as obrigações das bolsas de valores eram geralmente desenhadas para maximizar o retorno de seus acionistas sem necessariamente envolver questões de sustentabilidade.⁷⁷ Além disso, a SSE clamou, para que investidores, reguladores e bolsas de valores pudessem, em conjunto, dar suporte ao movimento para integração de informações financeiras e não-financeiras nos relatórios das empresas, fato que refletiria a performance total das companhias com elementos de estratégia de negócios e resultados de forma abrangente tanto do ponto de vista financeiro quanto de práticas socialmente e ambientalmente responsáveis. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010).

Já em 2012, a SSE atualizou a pesquisa feita em 2010 com as 30 bolsas mais relevantes no mundo em termos de capitalização de mercado. O primeiro indicador de evolução foi o percentual de respostas obtidas: 78% em 2012 comparado a 53% em 2010. O progresso ocorreu apesar da crescente competitividade na indústria de bolsas e dos limites naturais que essas instituições encontram ao se relacionarem com investidores, empresas e reguladores predominantemente.

Podemos identificar no estudo de 2012 diversos avanços nas iniciativas sustentáveis para uma parcela das bolsas de valores e órgãos reguladores- em particular no Brasil, Cingapura, Malásia e Índia. A maioria das bolsas apoia, hoje, a criação de uma política internacional padronizada para os relatórios de sustentabilidade

⁷⁷ Somente uma das bolsas que responderam à pesquisa em 2010 cogitou alterar seus requerimentos de listagem para publicação de informações ESG entre as companhias listadas enquanto as outras expressaram preferir iniciativas de reporte voluntário.

segundo os termos do compromisso intitulado “The Future We Want” dos membros das Nações Unidas no qual “*a global policy framework requiring all listed and large private companies to consider sustainability issues and to integrate sustainability information within the reporting cycle*” (UNCTAD, 2012, p.9).⁷⁸

As Bolsas reafirmaram seu comprometimento com a responsabilidade corporativa e iniciativas de sustentabilidade. De forma que essa convicção se reflete nos avanços alcançados por elas na promoção do investimento sustentável e publicação de informações, voluntárias ou não, sobre questões de ESG por parte das companhias listadas em seus mercados. Mais de 50% das bolsas respondentes já proveem guias para empresas sobre Iniciativas Globais de Reportes de sustentabilidade e ESG. Além disso, 86% das bolsas indicou que já possuem ou pretendem lançar índices de sustentabilidade em seus mercados. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

A pesquisa aponta, porém, para o fato de que os investidores precisariam estimular a demanda por investimentos sustentáveis. Hoje, a divulgação de informações de ESG é conduzida, em grande parte, pela necessidade dos investidores institucionais em última instância. Entretanto, a pesquisa da SSE com as bolsas em 2012 apontou que nos últimos anos os investidores não têm punido ou recompensado suficientemente os emissores com relação a fatores de sustentabilidade, o que torna difícil o papel das bolsas de induzir a publicação e incorporação de questões de ESG por parte das empresas. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.5-7)

Outra questão crucial é a sustentabilidade ser reconhecida como uma oportunidade de negócios, mas que ainda não gera receitas significativas para as bolsas que ainda dependem basicamente das receitas advindas de taxas de negociação, taxas de compensação e liquidação, venda de dados de mercado, taxas de listagem e outros serviços, desde que se tornaram desmutualizadas. Por este motivo, o

⁷⁸ O compromisso é apoiado pelo grupo criado pela Aviva Investors, a parte da SSE, o Corporate Sustainability Reporting Coalition (CSRC) formado por 40 organizações, a maioria investidores institucionais, com AUM de mais de US\$1,6 trilhões e que na Rio+20 apelou aos membros das Nações Unidas por um “compromisso internacional para o desenvolvimento de regulações nacionais que estabeleçam, a partir de mecanismos de relate ou explique, a incorporação de questões relacionadas a sustentabilidade nos Relatórios Anuais e Contábeis das companhias, os quais devam prover mecanismos eficazes de fomento à divulgação de informações de qualidade aos investidores”. Disponível em: http://www.aviva.com/data/media-uploads/news/File/pdf/2011/aviva_earth_summit_2012.pdf Acesso em: mar. 2013.

giro de negociação do mercado, muitas vezes comandado por investidores de alta frequência (*High Frequency Traders-HFT*) que compram e vendem em seus mercados em movimentos intradiários, acaba dominado pela visão de ganhos de curto prazo. Esse fato confronta-se com a preocupação do desenvolvimento sustentável, cuja importância das preocupações de longo prazo é crucial. Apesar disso, a pesquisa mostra que 57% das bolsas concordam que regras mais rigorosas para companhias listadas podem ser um bom negócio para as bolsas (37% em 2010). (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.33)

Importante também mencionar o fato de as bolsas reconhecerem sua responsabilidade em encorajar iniciativas de sustentabilidade em seus mercados. Em 2012, 76% das bolsas que responderam à pesquisa da SSE consideram ser esse um dos papéis fundamentais, com devido suporte e diálogo com os reguladores para promover um mercado de capitais sustentável. Porém, somente um terço das bolsas respondentes considera implementar regras mandatórias para que as companhias reportem questões de ESG como regra de listagem, o que mostra um potencial de mudança no futuro já que seria uma medida necessária e efetiva, porém que exige um pouco mais de tempo para ser implementada.

Sendo assim, apesar dos obstáculos e desafios brevemente apresentados anteriormente, muitas instituições estão avançando no sentido de desenvolver soluções dentro do mercado financeiro e de capitais para estimular as práticas de ESG entre companhias listadas e reconhecer a importância destas para os investidores globais.⁷⁹ A seguir, apresentamos as principais iniciativas das bolsas de valores membros da WFE para o fomento da sustentabilidade no mercado financeiro e de capitais a partir dos resultados das pesquisas realizadas pela SSE e pela própria Federação Mundial de Bolsas (WFE), além das melhores práticas definidas por instituições globais.⁸⁰

⁷⁹ É importante lembrar que os mercados são dirigidos pela informação. Portanto, se essa informação for baseada somente em questões de curto-prazo e superficiais, as características que definirão o mercado assim serão. Por esse motivo, as questões de ESG são cruciais para moldar e guiar os investimentos de longo prazo no mercado financeiro e de capitais.

⁸⁰ Exemplos são os esforços de organismos como o braço das Nações Unidas para “International Standards of Accounting and Reporting” (UNCTAD-ISAR) em definir as melhores práticas de reporte de informações para bolsas de valores e o “Investor Network on Climate Risk” INCR iniciativa do CERES- “Coalition for Environmentally Responsible Economies” que lançou em Abril de 2013 um paper consultivo com propostas globais para regras de listagem que englobem publicação de informações ESG nas bolsas de valores.

3.3- INICIATIVAS DAS BOLSAS DE VALORES DO MUNDO PARA FOMENTO DO INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL

A Federação Mundial de Bolsas (WFE) encomendou em 2009 à consultoria Delus Limited o primeiro estudo da indústria sobre as principais iniciativas de sustentabilidade das bolsas no mundo. O estudo abordou as iniciativas mais inovadoras entre as bolsas membro da Federação e procurou delinear as experiências mais relevantes globalmente. No ano seguinte, a *Sustainable Stock Exchanges* publicou seu primeiro relatório intitulado “*Real Obstacles, Real Opportunities*” para promover em conjunto com a UNCTAD o diálogo global direcionado ao papel das bolsas de valores na promoção do investimento sustentável.⁸¹

A pesquisa da WFE evidenciou que as bolsas respondem às questões socioambientais de três maneiras principais, que é a melhor tipologia para as iniciativas sustentáveis das bolsas no mundo e que consideramos nessa dissertação, são elas:

- 1. Aumento dos padrões de divulgação de informações de ESG entre companhias listadas;**
- 2. Desenvolvimento de produtos e serviços de informação para investidores e participantes do mercado;**
- 3. Criação de mercados especializados para o nicho de investimento sustentável.**

Muitas das bolsas, principalmente nos mercados emergentes, iniciaram projetos e desenvolveram soluções nas três esferas acima citadas. A BM&FBOVESPA e a Bolsa de Johannesburg (JSE) são amplamente reconhecidas como referência em questões de sustentabilidade, tanto em seus mercados locais como internacionalmente.⁸²

⁸¹ O relatório elaborado com o suporte da AVIVA Investors foi resultado de um encontro das Nações Unidas em Novembro de 2009 para promover o PRI entre os líderes das bolsas de valores e que consolidou as melhores práticas até aquele momento e ressaltou os desafios para a indústria de bolsas em cumprir seu papel autorregulador e de fomento de mercado para o desenvolvimento sustentável.

⁸² A JSE e a BM&FBOVESPA foram identificadas pelas próprias bolsas que responderam à pesquisa feita pela SSE como referências em questões de sustentabilidade por conta do modelo de “reporte ou explique”, relatórios integrados (JSE) e Elite Boards (Novo Mercado BM&FBOVESPA). Outras Bolsas também foram destacadas, como a Bolsa de Hong Kong (HKEx) por seus padrões rigorosos de divulgação de ESG e a Bolsa de Toronto (TMX) por criar um nicho de mercado dedicado a companhias com perfis sustentáveis (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Contudo, a questão principal é como aperfeiçoar o uso do investimento responsável nos ambientes de negociação e como estimular práticas sustentáveis.

A resposta parece estar na necessidade de promover mais e melhores informações sobre ESG no mercado de capitais através de acordos globais de regras de governança corporativa para a sustentabilidade e regras de listagem que englobem as questões socioambientais (WFE, 2012b, p.6). Porém, cabe identificarmos os resultados das diversas iniciativas a fim de traçar um panorama global das atividades desenvolvidas pelas bolsas de valores. Apresentaremos a seguir os principais projetos em cada um das três dimensões a fim de identificar quais bolsas destacam-se em termos de inovação e fomento do investimento sustentável em seus mercados. Apoiamo-nos primordialmente nas pesquisas realizadas em 2009 pela WFE, e em 2010 e 2012 pela SSE além de fontes de pesquisa das próprias bolsas – sites e regulações das próprias bolsas e suas jurisdições.

3.3.1- AUMENTO DOS PADRÕES DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DE ESG ENTRE COMPANHIAS LISTADAS

Cada vez mais stakeholders demandam a ação governamental ativa com relação ao reporte de informações de ESG. Ao mesmo tempo, participantes do mercado de capitais, tais como analistas e investidores institucionais, procuram integrar fatores de ESG em seus modelos de avaliação de investimentos e ampliam a demanda pelo reporte dessas informações.⁸³ (IOANNOU; SERAFEIM, 2010)

Seguindo a definição do *Global Reporting Initiative* (GRI) para a atividade de reporte sustentável como sendo a prática de mensurar, divulgar e ser responsável pelo desempenho organizacional ao buscar alcançar o desenvolvimento sustentável⁸⁴, definição baseada no conceito de desenvolvimento sustentável da Comissão Brundtland de 1987, incorremos a necessidade crucial de criação de um padrão

⁸³ Nos EUA, a Comissão de Valores Mobiliários (Securities and Exchange Commission- SEC) lançou um guia de publicação de informações de mudanças climáticas para as companhias em fevereiro de 2010 a fim de esclarecer as regras que requerem que as companhias publiquem materiais relacionados aos riscos climáticos que enfrentam. Após o derramamento de óleo no Golfo do México em Abril de 2010, o governo Americano aumentou as expectativas de regulamentação mandatória de publicação de informações de sustentabilidade, e em junho de 2010 a Sustainable Investment Forum (SIF) solicitou à SEC que essa regulamentação fosse baseada nos reportes do GRI

⁸⁴ O GRI é uma organização holandesa sem fins lucrativos que desenvolveu o relatório integrado de sustentabilidade mais utilizado no mundo desde 1999. O objetivo da GRI inclui a integração da divulgação do desempenho ambiental, social e de governança das instituições com informações financeiras e contábeis.

aceitável para reporte de informações, tanto da performance econômica, como ambiental e social das companhias de capital aberto.

Ao encontro dessa necessidade, diversas bolsas desenvolveram padrões de divulgação de informações não-financeiras e de ESG em seus mercados a fim de promover maior transparência e adicionar valor reputacional e de controle de risco e performance, principalmente, às companhias listadas. Porém, ainda com limitações quanto à padronização e execução dos reportes sustentáveis.

Exemplos asiáticos na Malásia e na Tailândia, mostram que as bolsas optaram por enfatizar a promoção da RSC estimulando a publicação de relatórios de sustentabilidade de forma voluntária em seus mercados. Na Malásia, a *Bursa Malaysia* começou a publicar guias de RSC para as companhias listadas em 2006 seguida de premiação anual pelos melhores reportes de RSC. Além disso, trabalhou em conjunto com o regulador para que aos poucos os relatórios de RSC fossem mandatórios. Hoje, as companhias de capital aberto na Malásia devem reportar em seus relatórios anuais suas atividades de RSC, o que também está incorporado nas regras de listagem da *Bursa Malaysia* e que estimula que as companhias tenham os reportes no padrão internacional estabelecido pela GRI. (WFE, 2009, p.4)

Na Malásia, a obrigatoriedade foi efetiva a partir de Dezembro de 2007. Na Tailândia, as companhias listadas devem reportar como cumprem com os princípios de governança corporativa da Bolsa de Valores do país. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.15) A Bolsa de Valores da Tailândia (SET) estabeleceu, também em 2007, o Instituto para a Responsabilidade Social Corporativa (CSRI) a fim de encorajar o setor empresarial a se envolver mais com as questões sociais e ambientais que provoquem impacto em suas respectivas atividades. A SET também conduz um prêmio anual para as companhias que melhor contribuem com as questões de RSC.

Na China, as bolsas seguiram um caminho similar, estimulando a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e relatórios de informações não-financeiras. A Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) lançou em 2006 um guia para reporte de RSC por parte das companhias listadas, juntamente com programas de treinamento. A Bolsa de Valores de Shanghai introduziu medidas equivalentes em 2008 – “Shanghai CSR Notice” e “Shanghai Environmental Disclosure Guidelines”. As medidas desenvolvidas

por ambas as Bolsas chinesas formam claramente parte de um programa governamental maior, destinado a estimular práticas social e ambientalmente responsáveis no setor privado chinês.⁸⁵

A Bolsa de Cingapura lançou em 2011 o “SGX Sustainability Reporting Guide” onde menciona que o “reporte de sustentabilidade não é mandatório para companhias listadas. Assim como em outros mercados, é uma iniciativa voluntária, porém, com progresso em direção ao reporte mandatório através de regulação e regras no futuro”.⁸⁶

A Bolsa de Hong Kong (HKEx) lançou um *paper* consultivo sobre publicação voluntária de informações de ESG, o que deverá se transformar em uma iniciativa de “relate ou explique”, para o momento em que os participantes do mercado estiverem preparados (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.20).

Já no mercado australiano, a Bolsa de Valores da Austrália (ASX) iniciou em agosto de 2007 um importante processo com a revisão dos seus princípios de governança corporativa – “Corporate Governance Principles and Recommendations”. As regras de listagem da ASX requerem que as companhias listadas divulguem sua adesão às recomendações de governança corporativa e se não o fazem, que expliquem o porquê. Entre as recomendações estão presentes a administração de risco ambiental, conduta ética e respeito aos direitos humanos por parte das empresas. Já em 2008, a ASX publicou que 85% das companhias listadas aderiram às recomendações, sem divulgar, contudo, quais políticas estavam seguindo para cumprí-las, informação crucial para investidores e acionistas. (WFE 2009, p.11) Ainda em 2011, a ASX adotou um mecanismo de “relate ou explique” (“if not, why not”) encorajando as companhias listadas a reportarem questões de ESG ao mercado.

Uma iniciativa similar à australiana foi tomada em 2006 pela Bolsa de Valores de Taiwan (TWSE) que revisou seus Princípios de Melhores Práticas de Governança Corporativa para companhias listadas – CG Best Practice” –recomendando que as empresas estabelecessem comitês de proteção ambiental ou de RSC. Em 2008, o

⁸⁵ O Ministério da Proteção Ambiental do governo chinês (MEP) lançou em fevereiro de 2008 uma política de “Green Securities” em parceria com a Comissão de Valores Mobiliários chinesa (CSRC- China Securities Regulatory Commission). A política dificulta a emissão de ações ou abertura de capital por parte de empresas poluidoras ao requerer que as companhias listadas publiquem suas informações com relação ao meio ambiente. A “Green Policy” foi reforçada, ainda, pela “Green IPO Policy” lançada em junho de 2008 que requer que empresas intensivas em energia, produção de lixo e excessivas em capacidade produtiva – denominada Liang Gao pelo MEP – passem por uma investigação ambiental conduzida pelo MEP e emite nota pública sobre suas atividades antes do IPO.

⁸⁶ SGX (2011).

regulador taiwanês tornou obrigatório o reporte de informações de RSC nos relatórios anuais das companhias de capital aberto. O regulador estipulando que todas as companhias de capital aberto deveriam publicar sua performance de RSC em seu relatório anual e prospecto⁸⁷, incluindo sistemas e medidas que a companhia teria tomado para a proteção ambiental, a participação da sociedade civil, o respeito com as comunidades, os serviços sociais, o direito dos consumidores, os direitos humanos, as medidas responsáveis de segurança e saúde, e seu nível de implementação. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.9)

Na Índia, a Bolsa de Valores Nacional (NSE) optou por trabalhar com os investidores locais e internacionais para estimular o interesse por questões de ESG. Em setembro de 2009 promoveu um fórum intitulado “Investimento Responsável na Índia” com o apoio das Nações Unidas sob o PRI. Já a Securities and Exchange Bureau of India (SEBI), em 2011, recomendou às 100 maiores companhias listadas publicarem tais informações sob orientação do “National Voluntary Guidelines on Social, Environmental and Economic Responsibilities of Business” do Ministério de Corporate Affairs (MCA), que fora finalizado após diversas consultas às partes interessadas do mercado Indiano e que resultaram em nove princípios de “relate ou explique”.(SEBI,2011)

Neste âmbito, as mais avançadas são a JSE, a BM&FBOVESPA e a Bolsa da Malásia, já comentada anteriormente. A JSE foi a primeira Bolsa do mundo, em 2010, a implementar o requerimento de reporte integrado das companhias listadas em seu mercado sob a forma “relate ou explique”. A BM&FBOVESPA, após uma longa discussão com o mercado, anunciou em 2011 o modelo “relate ou explique” para reportes de sustentabilidade.

A Bolsa de Johannesburgo (JSE) encorajou a publicação de informações através do requerimento para companhias abertas que as obriga a cumprir o “Kings Code on Corporate Governance” que, desde o King II (2002), impõe o reporte integrado de sustentabilidade. Como resultado, a partir de 2010, a JSE se tornou a primeira Bolsa no mundo a requerer que as companhias listadas adotassem o reporte integrado. A partir de 1º de Março de 2010, mais de 450 companhias deveriam publicar um reporte

⁸⁷ Apesar de as obrigações de reporte de RSC não estarem atreladas às regras de listagem, as companhias precisam cumprir com a regulação para emitirem ações nas bolsas de valores locais.

integrado com informações financeiras e não-financeiras. (UNEP et al.,2013,p.35) A JSE possui ainda princípios de governança corporativa mandatórios ou voluntários. As regras de listagem da Bolsa sulafricana requerem o cumprimento do “Kings Code on Corporate Governance” em uma base “relate ou explique”. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.9)

A BM&FBOVESPA é um bom exemplo de requerimentos de listagem voluntários de acordo com níveis de governança corporativa das companhias. Sem requerer que todas as companhias listadas em seu mercado publiquem informações de ESG, ela criou três segmentos⁸⁸ acessados voluntariamente pelas empresas com diferentes níveis de governança corporativa a serem adotados. Ao fazê-lo, as companhias são obrigadas a cumprir com as regras da Bolsa para cada segmento com relação ao reporte de informações.

A BM&FBOVESPA lançou em 2012 o “Relate ou Explique” recomendando que as empresas listadas indicassem no Formulário de Referência⁸⁹ (item 7.8 - “Descrição das relações de longo prazo relevantes da companhia que não figurem em outra parte deste formulário”), se publicam Relatório de Sustentabilidade ou documento similar e onde está disponível. Em caso negativo, devem explicar por que não o fazem.⁹⁰ Vamos abordar em detalhes essa iniciativa no quarto capítulo deste trabalho para assim explorar sua contribuição em estimular a transparência de informações sobre ESG entre as companhias e o mercado.

Em 2012, 57% das bolsas indicaram possuir guias de sustentabilidade ou iniciativas de reporte de informações de ESG para as companhias abertas (37,5% em 2010). O ideal seria que os guias fossem não apenas orientadores à ação de reporte, mas que se tornassem, aos poucos, mandatórios às companhias que procuram ser reconhecidas por suas iniciativas socioambientais. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.21)

⁸⁸ Os três níveis de governança são adicionais às obrigações presentes na regulação brasileira. São os Níveis 1, 2 e Novo Mercado.

⁸⁹ O Formulário de Referência, cujas regras estão estabelecidas na instrução da CVM 480/09, é o principal informe de comunicação e de prestação de contas da companhia uma vez que nele estão reunidas informações relevantes para a compreensão e avaliação da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos, tais como, atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, comentários dos administradores sobre o desempenho, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração de sua administração. Além disso, ele deve ser atualizado anualmente.

⁹⁰ BM&FBOVESPA (2011b). Vamos tratar em detalhes das iniciativas da BM&FBOVESPA no capítulo quarto deste trabalho.

A fim de justificar a importância dessas questões, nos apoiamos na percepção de Ioannou e Serafeim (2011, p.8), a qual julga que o reporte mandatório de informações ("Mandatory Corporate Sustainability Reporting"-MCSR) tem dois efeitos principais: aumenta a transparência dos impactos sociais e ambientais das práticas corporativas e pode alterar as práticas das companhias ao criar incentivos à melhor atuação com empregados, investidores, clientes, fornecedores, reguladores e sociedade civil.⁹¹

Fica clara, assim, a necessidade de melhorar a transparência e desenvolver medidas de avaliação das informações publicadas. Iniciativas das bolsas dependem, também, da resposta dos investidores e de outros agentes do mercado. O desafio a ser superado é a padronização do reporte de informações por parte das companhias, facilitando a comparabilidade entre países e interpretação dos resultados globais de reporte de informações de ESG. Porém, esforços estão sendo feitos internacionalmente para fomentar e orientar o reporte integrado de informações com o propósito de oferecer aos investidores e reguladores um único modelo que contenha a performance geral da empresa não apenas de fatores correlacionados a ESG, mas também de indicadores econômicos.

Parte desses esforços explica-se pela necessidade de que as informações devam ser minimamente sistematizadas e padronizadas para facilitar a avaliação por parte dos investidores e pelas próprias bolsas e órgãos reguladores. Iniciativas como as do *Global Reporting Initiative* (GRI) da *International Integrated Reporting Council Framework* (IIRC) e da *US- Sustainability Accounting Standard Board* (SASB) auxiliam a adesão e a padronização das informações para que possam ser difundidas no mercado financeiro e de capitais de forma eficiente. (VERDANTIX, 2012, p.8)

Deste modo, as bolsas deveriam desenvolver padrões mínimos de publicação de informações, captando a demanda de investidores pela adoção de reportes GRI, UNGC e IIRC, por exemplo, iniciativas cruciais para direcionar os esforços de mitigação de inconsistências e de aumento da comparabilidade das informações de ESG. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.23)

Vale lembrar, ainda, que os países não são homogêneos em sua capacidade de estabelecer e fazer cumprir regras e leis relativas à publicação de informações por

⁹¹ Os efeitos descritos acima seriam maiores para países com maior "enforcement" da lei e das regras no mercado de capitais. (IOANNOU; SERAFEIM, 2011, p.28)

companhias de capital aberto. A literatura reconhece esse fato, mas acredita nos diversos mecanismos regulatórios e suas variações em termos dos diferentes impactos que acarretam nos mercados nacionais.⁹² (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 2006)

A *International Standards of Accounting and Reporting* das Nações Unidas (UNCTAD-ISAR) está desenvolvendo um guia para as melhores práticas para os formuladores de políticas e bolsas de valores sobre reporte de informações de sustentabilidade – “Best practice guidance for policymakers and stock exchanges on Sustainable reporting initiatives”. O guia procura analisar as iniciativas mundiais e destacar as diversas experiências a fim de fornecer às bolsas e aos reguladores recomendações de como adotar práticas de reporte sustentável.⁹³

Além da iniciativa das Nações Unidas, o *Investor Network on Climate Risk* (CERES’ INCR) publicou em abril de 2013 um *paper* consultivo sobre propostas padronização de regras de listagem e publicação de informações de sustentabilidade para as bolsas de valores globais a fim de auxiliar a construção de padrões internacionais para tais iniciativas. A proposta foi de se criar três segmentos de requerimentos de listagem: (i) materialidade nos informes financeiros anuais das companhias incluindo fatores de ESG; (ii) um *hiperlink* nos informes anuais para um índice de conteúdo das informações padronizadas pela GRI; (iii) publicação de informações de ESG de modo “relate ou explique” em temas considerados “chave”.(INCR,2013)

Desse modo, essas iniciativas globais explicitam a importância desse segmento de atuação das bolsas e requer maior atribuição dessas instituições em orientar a adoção de melhores práticas. O fortalecimento da publicação de informações de ESG, se feito de forma clara, padronizada e recorrente, é fundamental para que os investidores e stakeholders possam atribuir real valor às companhias que estejam comprometidas com questões socioambientais. No próximo item, abordaremos a segunda via através da qual as bolsas podem atuar no fomento de investimento

⁹² Apesar da existência inquestionável deste fator, não nos aprofundaremos nas questões regulatórias neste estudo.

⁹³ O guia pretende realizar uma revisão regulatória de cada mercado nacional: Austrália, Brasil, Canadá, China, Dinamarca, União Europeia, Finlândia, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Malásia, Itália, Japão, Holanda, Noruega, Paquistão, África do Sul, Cingapura, Rússia, Coreia do Sul, Espanha, Suécia, Tailândia, Reino Unido e Estados Unidos da América que optamos por não analisar a fundo neste trabalho, mas que pode ser encontrado como apoio para análise regulatória e que pode ser encontrado em construção na nota da UNCTAD- ISAR (2013)

sustentável, qual seja o desenvolvimento de produtos e serviços de informação para investidores e participantes do mercado tais como índices e fundos de índices (ETFs).

3.3.2- DESENVOLVIMENTO DE PRODUTOS E SERVIÇOS DE INFORMAÇÃO PARA INVESTIDORES E PARTICIPANTES DO MERCADO

O lançamento de novos produtos voltados ao investimento sustentável tem sido evidente na indústria de bolsas. No mundo, o primeiro índice de sustentabilidade foi lançado em 1990 com o nome Domini 400 Social Index (DSI) e atualmente se chama MSCI KLD 400 Social Index. O mais conhecido, lançado em 1999, foi o Dow Jones Sustainability Index (DJSI), negociado na Bolsa de Valores de Nova Iorque e calculado pela *RobecoSAM Indices e S&P Dow Jones Indices*.

Seguindo essa tendência, as pioneiras no cálculo e na manutenção de índices dessa natureza foram a Bolsa de Valores de Londres (LSE) através de sua participação de 50% no provedor de Índices FTSE, que lançou em 2001 a série FTSE4Good de índices. Em 2004, a Bolsa de Johannesburg lançou o JSE Socially Responsible Investment (SRI) Index que se tornou referência mundial enquanto índice de sustentabilidade no mercado de capitais. Seus seguidores vieram particularmente dos mercados emergentes com a forte presença do Brasil, Coreia, China, Indonésia e Índia. Os mercados dos países desenvolvidos estiveram focados primeiramente em índices de investimento que pudessem ser licenciados – os fundos de índices (ETFs) – e moldados às necessidades dos investidores, enquanto que a preocupação dos mercados emergentes foi a de estimular a confiança dos investidores e de criar um comportamento diferenciado por parte das companhias listadas que compusessem esses índices. (WFE, 2009, p.6) O número de índices oferecidos pelas bolsas membro da WFE cresceu de forma notável desde os anos 2000. (Gráfico 14)

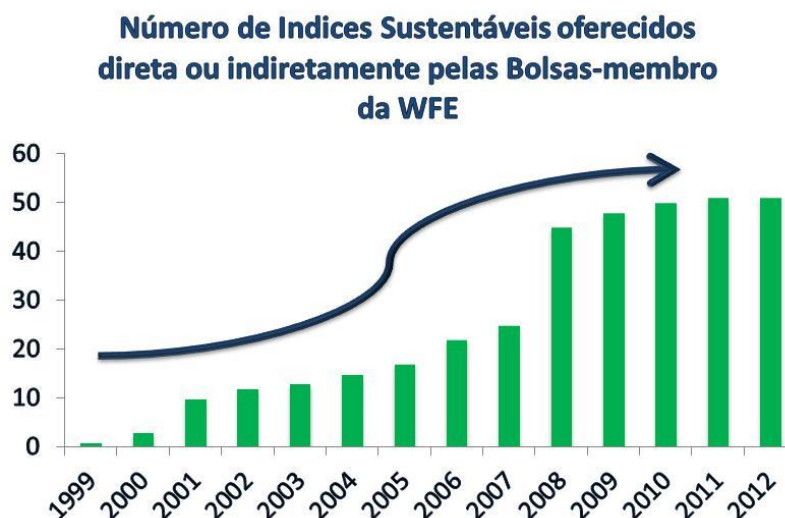


Gráfico 14- Evolução do número de índices sustentáveis criados pelas bolsas membro da WFE

Fonte: Adaptado de WFE, 2013

De acordo com a WFE (2009, p.6), os índices, em geral, podem ser classificados em dois grupos principais:

- (i) Índices de ações “Broad-based” – incluem todos os setores da indústria e utilizam critérios de ESG extensivos e sistemas de pontuação para selecionar as companhias que de certa forma lideram as questões de responsabilidade social corporativa e ambiental. Exemplos destes índices incluem: a série de Índices FTSE4Good da LSE; Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA; Índice de Investimento Socialmente Responsável da Bolsa de Johannesburgo (JSE); Índice Nórdico de Sustentabilidade da NASDAQ OMX e o Índice VONIX de Sustentabilidade da Bolsa de Viena (Wiener Borse);
- (ii) Índices de setores específicos – focam em companhias de setores que promovem soluções aos desafios ambientais, particularmente relacionados à tecnologia limpa, energia sustentável e serviços ambientais. Estes índices estão geralmente ligados a ETFs.⁹⁴ Exemplos são: FTSE Environmental Technology Index series; o Índice Global de

⁹⁴ ETFs são fundos espelhados em índices que tem suas cotas negociadas em bolsa de valores de forma semelhante a valores mobiliários tais como ações.

Energia Alternativa (DAXglobal Alternative Energy Index) da Deutsche Bourse; o Clean Edge Global Wind Energy Index da NASDAQ OMX e o Índice de Tecnologia Limpa (Cleantech Index) da NYSE Arca.

Além dessas duas categorias, a NYSE Euronext lançou em 2008 uma terceira variação que pode ser atribuída como “broad-based” orientada especificamente às questões de ESG, com foco em mudanças climáticas. O NYSE Euronext Low Carbon 100 Europe é um Índice ponderado pela capitalização de mercado em livre circulação (*Free-float*) das 100 maiores companhias europeias com menor intensidade de emissão de carbono em seus respectivos setores. (WFE, 2009, p.6)

No Brasil, em 2005, a BM&FBOVESPA lançou seu primeiro índice de sustentabilidade, o ISE- Índice de Sustentabilidade Empresarial surgido de um projeto financiado pelo *International Finance Corporation* (IFC) – braço privado do Banco Mundial. Trata-se do quarto índice de sustentabilidade criado globalmente. Composto por até 40 companhias entre as 200 companhias listadas mais líquidas da BM&FBOVESPA e que analisaremos no quarto capítulo deste trabalho.

A BM&FBOVESPA em 2010 lançou ainda um Índice de Carbono Eficiente (ICO₂), em resposta às preocupações do mundo com o aquecimento global. A Bolsa brasileira, em conjunto com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), decidiu criar este novo Índice de Mercado composto pelas ações das companhias participantes do índice IBRX-50⁹⁵ que aceitaram participar dessa iniciativa, adotando práticas transparentes com relação a suas emissões de gases efeito estufa (GEE).

Muitas companhias se engajam em iniciativas de sustentabilidade buscando o reconhecimento através de sistemas de “rating”, no caso os índices de sustentabilidade, esperando valorização financeira na relação com seus investidores. (PELOZA et al., 2012, p.76) Isto tem tornado esses instrumentos algo banalizado ao longo de sua cadeia de valor, porém, ainda hoje são os mais populares no mercado financeiro. Abordaremos a experiência da Bolsa brasileira ao desenvolver índices de

⁹⁵ O IBRX-50 é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice).

sustentabilidade no quarto capítulo deste trabalho a fim de analisar o valor agregado por eles no desenvolvimento econômico relacionado ao investimento sustentável.

Sendo assim, os produtos e serviços referidos ao investimento sustentável representam um potencial gerador de receitas para as bolsas no presente, e podem estimular a alocação de capital para fundos de investimento responsável (ISR). De acordo com a US SIF (2012) o número de fundos nos EUA (Tabela 1) que incorporam critérios de ESG em seus investimentos passou de 181 em 2001 para 720 em 2012 (representando um aumento de ativos sob gestão de US\$ 181 bilhões para US\$ 1,01 trilhões).

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012
Número de Fundos	55	144	168	181	200	201	260	493	720
Total de Ativos (Bilhões de dólares)	\$12	\$96	\$154	\$136	\$151	\$179	\$202	\$569	\$ 1.013

Tabela 1- Fundos de investimento responsável nos EUA (1995-2012)

Fonte: Adaptado de US SIF 2012, p.12

No Brasil esse número é ainda pequeno. Os fundos de ISR somam mais de R\$ 800 milhões, com aumento de 60% do patrimônio líquido após a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA. (MACEDO et al., 2012, p.23)

Os índices permitem ainda a criação de produtos tais como fundos referenciados nos respectivos índices e ETFs (*Exchange Traded Funds*) que buscam replicar o desempenho dos índices do mercado acionário e permitem ao investidor aplicar em diversas empresas sustentáveis sem administrá-las individualmente. O ISE possui um ETF administrado pelo Banco Itaú com um patrimônio líquido de R\$ 33 milhões.⁹⁶

Destaca-se, portanto, a importância da familiaridade dos investidores e das empresas de capital aberto com os Índices sustentáveis, pois representam um nicho de mercado preocupado com questões socioambientais e que acabam agregando valor

⁹⁶ Dados de agosto de 2013 que podem ser encontrados no site do Banco Itaú: <https://ww93.itaubr.com.br/itnow-pt/etfs-it-now/it-now-ise/> Acesso agosto 2013

aos investimentos direcionados a este segmento. Apresentamos na Tabela 2 os principais índices oferecidos pelos membros da WFE e seu ano de lançamento.

Bolsa	Nome do Índice	Ano de Lançamento
BME	FTSE4GOOD IBEX Index	2008
BM&FBOVESPA	Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	2005
	Índice Carbono Eficiente (ICO2)	2010
Deutsche Borse	DAXGlobal Alternative Energy Index	2006
	DAXglobal® Sarasin Sustainability Germany Index	2007
	DAXglobal® Sarasin Sustainability Switzerland Index	2007
Bolsa de Valores do Egito (EGX)	ESG index in development with S&P	2010
Bolsa de Valores da Indonésia	SRI-KEHATI Index	2009
International Securities Exchange (ICE)	ISE Water Index	2000
	ISE-CCM Green Energy Index	2001
	ISE Global Wind Energy Index	2005
Bolsa de Valores de Johannesburg (JSE)	JSE Socially Responsible Investment (SRI) Index	2004
Bolsa da Coreia do Sul (KRX)	Korean SRI Index	2009
Bolsa de Valores de Londres (LSE Group) via propriedade da FTSE	FTSE4Good Global Index	2001
	FTSE4Good US Index	2001
	FTSE4Good Europe Index	2001
	FTSE4Good UK Index	2001
	FTSE4Good Global Index 100	2001
	FTSE4Good US 100 Index	2001
	FTSE4Good Europe 50 Index	2001
	FTSE4 Good UK 50 Index	2001
	FTSE4Good Japan Index	2004
	FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40 Index	2007
	FTSE4Good Australia 30 Index	2008
	FTSE4Good IBEX Index	2008
	FTSE KLD Global Sustainability (GSI) Index Series	2008
	FTSE KLD Global Climate 100 Index	2008
	FTSE Environmental Technology Index Series	2008
	The FTSE Environmental Opportunities Index Series	2008
NASDAQ OMX	NASDAQ OMX NASDAQ Clean Edge US Index	2006
	NASDAQ OMX Clean Edge Global Wind Energy Index	2008
	Wilder NASDAQ OMX Global Energy Efficient Transport Index	2008
	OMX GES Sustainability Nordic Index	2008
	OMX GES Ethical Nordic Index	2008
	OMX GES Ethical Denmark Index	2008
	OMX GES Ethical Finland Index	2008
	OMX GES Ethical Norway Index	2008
	OMX GES Ethical Sweden Index	2008
	OMX GES OMXS30 Ethical Index	2008
	OMX GES Sustainability Sweden Ethical Index	2008
	OMX GES Sustainability Sweden Index	2008
Bolsa de Valores Nacional da Índia (NSE)	S&P ESG India Index	2008
NYSE Euronext	NYSE Arca Cleantech Index	1999
	NYSE Arca Environmental Services Index	2003
	NYSE Arca WilderHill Clean Energy Index	2004
	NYSE Arca WilderHill Progressive Energy Index	2006
	Euronext FAS IAS Index	2006
Bolsa de Valores de Xangai (SSE)	Low Carbon 100 Europe Index	2008
	SSE Social Responsibility Index	2009
Bolsa de Valores de Tel-Aviv	Maala SRI (Socially Responsible Investing) Index	2005
Wiener Borse	VÖNIX Sustainability Index	2008
	CEE Responsible Investment Universe Index (CEERIUS®)	2009

Tabela 2- Índices de sustentabilidade oferecidos pelas bolsas membro da WFE

Fonte: Adaptado de WFE, 2009

Abordaremos a seguir, de forma breve, a terceira via através da qual as bolsas criam e estimulam um mercado para a sustentabilidade: a criação de mercados especializados tais como os mercados de carbono e de energia.

3.3.3- CRIAÇÃO DE MERCADOS ESPECIALIZADOS PARA O NICHOS DE INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL

A principal iniciativa dentro da perspectiva de mercados especializados entre as bolsas de valores é o mercado de negociação de títulos lastreados em carbono. No cenário mundial, as discussões ambientais desde Quioto deram destaque a essas estruturas de mercado como forma de flexibilizar e tornar possível a redução efetiva de emissões entre os países (Anexo I), e atualmente, incluindo os países em desenvolvimento. À medida que esses mercados cumprem o propósito de mitigação⁹⁷ e adaptação⁹⁸ do sistema produtivo global através das metas de redução que estimulem as atividades nesse âmbito é o que vamos discutir brevemente a seguir.⁹⁹

Para tanto, faremos, em primeiro lugar, a distinção dos mercados de carbono Regulados (sob o Protocolo de Quioto) e dos mercados voluntários, criados à parte deste. Com o objetivo de caracterizar esses mercados, vamos indicar, adicionalmente, as iniciativas globais das bolsas de valores nesse nicho.

Mercado de carbono regulado- Quioto

No âmbito do Protocolo de Quioto, o esquema de comercialização de direito de emissões da União Europeia (UE) – *EU Emissions Trading Scheme* (EU ETS), em vigor desde janeiro de 2005, foi o principal instrumento do sistema de negociações do tipo “cap and trade”¹⁰⁰, pelo qual os países europeus deveriam, em uma primeira fase, reduzir em 5% suas emissões através de planos nacionais de alocação aprovados pela Comissão Europeia. No caso de não cumprimento da meta nesse período, a penalidade incluiria uma multa de 40 euros por tonelada excedente de carbono. (GUTIERREZ, 2007, p.272).¹⁰¹

⁹⁷ Processo em que os países em desenvolvimento devem seguir sua trajetória de crescimento de forma sustentável e de baixa emissão de carbono. (SPRATT, 2009, p.10).

⁹⁸ Processo em que os países devem se adaptar às mudanças climáticas que já estão presentes no sistema, refere-se geralmente ao contexto de redução de impactos ex-ante. (IBID, p 10).

⁹⁹ Justifica-se a atenção dada ao estudo desses instrumentos e estruturas de mercado que vêm sendo fortalecidas e aprimoradas pela relevância dada pela literatura à utilização de instrumentos de política ambiental com base na operação de mercados. Estes possuem uma série de vantagens em relação a instrumentos tradicionais do tipo “comando e controle” de regulação direta, conduzindo a soluções de alcance dos objetivos ambientais a custos mínimos.

¹⁰⁰ Sistema que restringe a quantidade de emissões totais, definindo um limite global para toda a economia (cap) permite que os agentes econômicos transacionem (trade) a quantidade restante permitida de licenças de emissão.

¹⁰¹ Outro exemplo, semelhante ao EU ETS, porém considerado não-Quioto, é o UK Emissions Trading Scheme (UK ETS), lançado pelo governo britânico em 2002 por meio de um leilão de 4.028176 tCO₂e.

Nesse esquema, as empresas com metas a serem cumpridas negociam de forma direta entre si suas licenças de emissões. As transações são feitas mediante um corretor, banco ou mercado organizado e existe um sistema de registro eletrônico que contempla todos os países a fim de controlar a titularidade das licenças.¹⁰²

Com as operações do mercado europeu e com a ratificação do Protocolo de Quioto, em fevereiro de 2005, o crescimento do mercado global de carbono recebeu certo estímulo. Outros exemplos são o Esquema de abatimento de Gases do Efeito Estufa de New South Wales- NSW GGAS¹⁰³ – existente na Austrália desde 2005 e o *Emission Reduction Unit Procurement Tender* – ERUPT- do governo holandês para Implementação Conjunta- IC. (CARBON TRADE, 2005).

Mercados voluntários de carbono (não Quioto)

O mercado voluntário de carbono pode ser dividido em dois segmentos: um mercado voluntário, mas relativamente regulado – “cap and trade” –e um mercado mais amplo que funciona como um mercado de balcão (OTC, na sigla em inglês). Estima-se que até 2004, antes de o Protocolo de Quioto entrar em vigor, tenham sido comercializados 48 milhões de toneladas de carbono através dos mercados voluntários de carbono. (HAMILTON, et al, 2007).

O sistema de “cap and trade” do mercado voluntário ganhou maior expressão com a criação da Chicago Climate Exchange- CCX, sistema que desde 2003 operava um comércio eletrônico de negociações para a redução de emissões. Essas operações eram regidas por regras básicas e padrões de comportamento específicos que não seguem o protocolo de Quioto. Trata-se de um mecanismo econômico em funcionamento anterior ao início de Quioto. Outras bolsas que operam nesse sistema são a European Climate Exchange (ECX) e a Chicago Climate Future Exchange.

Em 2011, a bolsa do clima anunciou o fim de suas operações a partir de 2012, mostrando as limitações do seguimento voluntário de *cap-and-trade* nos EUA. Contudo, deixou como legado novas perspectivas e lições para possíveis mecanismos e plataformas de negociação de carbono no futuro.

¹⁰² Mais informações sobre o EU ETS no site da Comissão Europeia: http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm. Acesso em fevereiro 2013

¹⁰³ Mais informações sobre o NSW GGAS em: <http://www.greenhousegas.nsw.gov.au/> Acesso em fevereiro 2013.

Esse legado do mercado OTC refere-se, em particular, a uma variedade de transações baseadas em reduções das mais diversas naturezas vinculadas a projetos. Em geral, são transações intermediadas por consultorias de projetos, como no caso brasileiro em que os créditos chamados de VER (*Verified ou Voluntary Emissions Reductions*) são um tipo de crédito gerado fora dos padrões do MDL e que pode ser encontrado em transações do mercado de Balcão.

Feita essa breve conceituação, podemos destacar as principais iniciativas globais das bolsas com relação à negociação de carbono e ativos ambientais de forma a ilustrar àquelas que mais ativamente contribuíram para a evolução de mercados especializados para o nicho de investimento sustentável.

No mercado de carbono, a JSE lançou em 2005 a primeira nota de crédito de carbono listada em Bolsa, sendo o primeiro instrumento derivativo deste tipo. No ano seguinte, a Bolsa de Montreal, parte do grupo da Bolsa de Toronto (TMX) criou a Montreal Climate Exchange (MCex) numa espécie de joint-venture com a Chicago Climate Exchange. A MCex começou suas negociações em 2008, com contratos futuros baseados em créditos de redução de emissões de carbono, possibilitando que companhias que tenham um "cap" possam controlar seu risco a um preço menor. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.12)

Já a Bolsa de Valores Australiana (ASX), em estágio avançado, introduzirá futuros e opções baseados em permissões de emissões de GEEs e créditos de redução de emissões sob aprovação do Esquema Nacional de Redução de Poluição por Carbono por parte do governo australiano.¹⁰⁴

Na Europa, a NYSE Euronext possui 60% de participação na Paris-based BlueNext, cujos produtos são atualmente Certificados de Redução de Emissão (CER) sob o Mecanismo de Desenvolvimento Limpo do Protocolo de Quioto (MDL) e European Union Allowances (EUAs) sob o Esquema Europeu de Negociação de Emissões (EU-ETS). Ainda no mercado europeu, a NASDAQ OMX Commodities fornece produtos de emissão e energia incluindo contratos à vista e a termo para EUAs e CERs. Hoje, mais de 50% da energia consumida nos países nórdicos é baseada em energia renovável e isto se reflete na NASDAQ OMX Commodities. Já a Deutsche Bourse e a SIX Swiss

¹⁰⁴ O governo australiano lançou em 2011 uma política introduzindo um preço para o carbono, entre outros elementos, que possibilita a criação de um mecanismo de ETS na Austrália. (ASX,2013)

Exchange, que juntamente operam a Eurex – uma das maiores bolsas de derivativos do mundo – criaram, em parceria, a *European Energy Exchange* (EEX) oferecendo negociação em mercado de Balcão para futuros de EUAs e CERs. (WFE, 2009, p.8)

Na América Latina, a BM&FBOVESPA em conjunto com o Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MIDIC) organizou em 2005 o Mercado Brasileiro de Redução de Emissões (MBRE) criando um banco de projetos e um mercado de leilões de certificados de carbono. Ainda, desde 2011, a Bolsa brasileira vem desenvolvendo um mercado OTC para CERs. Ambas as iniciativas serão aprofundadas no quarto capítulo deste trabalho, buscando caracterizar a contribuição do caso brasileiro.

Já a Bolsa de Buenos Aires (BBA) lançou seu mercado de carbono a fim de promover os projetos de MDL na Argentina. A iniciativa inclui programas educacionais, simulações de negociação de carbono e a intermediação no relacionamento de desenvolvedores de projetos e investidores institucionais.

Em suma, o mercado de carbono, em todos os seus segmentos, poderia representar um instrumento econômico amplo e diverso, já que nascido da reação mundial frente às mudanças climáticas. Apesar de ser um mecanismo de mercado que busca integrar o sistema produtivo às questões do meio- ambiente para a maximizar a eficiência na redução de emissões e no alcance das metas, mandatórias ou voluntárias, as plataformas de negociação de carbono não se revelou na principal iniciativa das bolsas dado que este mercado ficou fortemente dependente das resoluções de consenso global sob a égide das Conferências do Clima (COPs) e do indefinido futuro do Protocolo de Quioto desde 2012.

Na pesquisa da SSE de 2012, somente 19% das bolsas respondentes indicaram oferecer tal facilidade (mercado de carbono, energia renovável, certificados ambientais). A razão para tal é que os mercados de carbono são primariamente guiados pela legislação, apesar de haver mercados voluntários. Com a falta de acordo internacional sobre o futuro desses mercados, a adoção de instrumentos como as RCEs apresentou uma queda, bem como o preço do carbono. Ainda assim, bolsas como a JSE, Tóquio e Coreia ainda estão considerando desenvolver plataformas para negociação de carbono em esquemas nacionais. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.31)

Além disso, as bolsas também criaram nichos de investimento em tecnologia limpa, fato que merece um destaque a parte, já que os investidores estão convencidos de que é preciso alinhar as questões ambientais com esforços no sentido de criar segurança energética e inovações que possam estimular esse mercado.¹⁰⁵ (WFE, 2009, p.8)

A Bolsa de Valores de Londres (através do segmento de listagem denominado AIM), a NYSE Euronext, a NASDAQ OMX e a TMX são as pioneiras e notavelmente as bolsas que melhor se posicionaram para capitalizar o mercado de energia limpa através de estratégias que incluem: patrocinar conferências e fóruns de energia limpa; promover a energia limpa aos investidores através do “Cleantech investor day”; atrair ofertas públicas (IPOs) de energia limpa; criar índices e ETFs especializados em energia limpa. (WFE, 2009, p.8)

Portanto, são diversas as iniciativas em nichos especializados de mercado e a sua relação com o desenvolvimento sustentável não pode ficar na obscuridade daqueles que não enxergam a importância dos mecanismos de financiamento via mercado de capitais e investimento financeiro no sistema econômico. É crucial perceber que não só produtos financeiros ditos “verdes”, mas também iniciativas de fomento de divulgação de informações de RSC, ESG e serviços de informação e “enforcement” promovido pelas bolsas de valores no mundo faz com que cada vez mais o setor financeiro inclua critérios ambientais e sociais na alocação de seus investimentos.

Após apresentarmos as três principais formas através das quais as bolsas respondem às questões socioambientais criando e estimulando produtos e serviços financeiros e a responsabilidade social corporativa para com questões de ESG, seguiremos indicando os principais desafios e oportunidades nesse âmbito.

¹⁰⁵ Fora do âmbito das bolsas, vale destacar que o Banco Mundial lançou em 2008 os “títulos verdes” (“green bonds”), solução encontrada para atender aos pedidos de empresas e investidores institucionais que desejavam uma ferramenta prática para incentivar ações climáticas. Eles agem como catalisadores para o crescimento do mercado de títulos que mobilizam capital privado para projetos climáticos. Em agosto de 2013 o Banco Mundial disponibilizou mais US\$ 550 milhões em “títulos verdes” para empresas e investidores. Apesar de não terem grandes taxas de retorno, os títulos garantem que os recursos arrecadados sejam utilizados exclusivamente para promover programas que lidem com as mudanças climáticas em países em desenvolvimento, sendo assim um bom mecanismo para quem deseja realizar compensações socioambientais.

3.4- DESAFIOS E OPORTUNIDADES À FRENTE

São diversas as dificuldades internas e externas às suas atividades enfrentadas pelas bolsas no desenvolvimento de práticas e fomento do mercado para o investimento sustentável. A SSE identificou, já em 2010, as principais iniciativas e dificuldades em ambas as esferas, o que nos ajuda a compreender o papel destas instituições para o mercado financeiro no que se refere às preocupações socioambientais de nosso tempo.

A seguir apresentamos as limitações e desafios relativos à atividade bursátil para promoção da sustentabilidade no mercado financeiro e de capitais seguindo a divisão da SSE de 2010 em fatores internos e externos. Em cada item apontamos as principais dificuldades e possíveis recomendações para seu enfrentamento, seguindo a estrutura apresentada no relatório da SSE de 2010.

3.4.1- FATORES INTERNOS ÀS BOLSAS DE VALORES

1- Guias de práticas sustentáveis e reporte de informações

Como fatores internos às bolsas de valores, destacamos, em primeiro lugar, a criação de **guias de práticas sustentáveis e reporte de informações**. Os guias e manuais de boas práticas de governança e sustentabilidade são ações voluntárias por parte das bolsas. Porém refletem a imperatividade das questões de ESG no plano internacional com efeitos no mercado financeiro e de capitais de cada país. Por conta de sua capacidade em influenciar e monitorar a operação e a estratégia das companhias listadas, as bolsas encontram, nesses guias, uma forma eficiente de desenvolver a sustentabilidade corporativa em seu mercado, a qual deve ser estimulada.

O *Global Reporting Initiative* (GRI) – é um dos modelos que pode ser utilizado mais amplamente pelas companhias, mas ainda uma minoria o faz. Além disso, práticas como o “relate ou explique” requerem que investidores institucionais, bancos de investimento, analistas e auditores atuem ativamente monitorando as práticas de ESG adotadas pelas companhias listadas, o que pode colaborar para tais iniciativas. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.21)

2- Criação de índices de sustentabilidade

O segundo fator interno de destaque é a **criação de índices de sustentabilidade**. Os SRIs (*Sustainability-related investment Indices*) são produtos financeiros que se tornaram referência de mercado quando se trata de investimento sustentável. Porém, muitos deles ainda estão em estágios iniciais de desenvolvimento e sofisticação o que suscita indagações sobre seus critérios e comparabilidade entre mercados internacionais por parte dos investidores e partes interessadas. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010)

3- “Elite Boards” e mercados de carbono

Os “Elite Boards” e os mercados de carbono são instrumentos que merecem destaque. Algumas bolsas possuem conselhos independentes para mensurar questões de governança corporativa das companhias listadas em suas plataformas. O caso mais famoso e bem sucedido é o Novo Mercado¹⁰⁶ da BM&FBOVESPA (desde 2004 75% dos IPOs no Brasil ocorreram no segmento de mais elevada governança corporativa), porém ainda não são considerados pela maioria das bolsas. Na pesquisa da SSE em 2012, 73% sequer consideraram essa possibilidade. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Além disso, as bolsas procuram desenvolver, porém com certa limitação, sob a égide da regulação mundial e local mercados de carbono que buscam oferecer negociação de ativos lastreados em CO₂. Similarmente, as bolsas estiveram engajadas com projetos sociais de desenvolvimento comunitários e projetos de filantropia que podem ser entendidos tanto como um fator interno de oportunidade, quanto um fator externo, o qual apresentaremos adiante. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010)

4- Estrutura das bolsas após a desmutualização

O quarto fator importante refere-se a **estrutura das bolsas após a onda de desmutualização**. Com esse processo, elas se tornaram mais competitivas e com fins

¹⁰⁶ Segmento de listagem com o mais elevado padrão de governança corporativa no mercado brasileiro que foi lançado em 2000. As companhias aderem voluntariamente e optam por cumprir com os critérios do Novo Mercado – somente ações com poder de voto entre outras obrigações que podem ser encontradas no regulamento de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA (2000)

lucrativos. Esse fato as obriga a manter taxas de listagem competitivas para que as empresas nacionais sejam atraídas a captar investimento por meio da emissão de ações em seus mercados e não em mercados internacionais. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.23)

Além disso, a maior receita gerada pelas bolsas vem dos emolumentos –taxas cobradas dos investidores e corretoras pela negociação de ativos em suas plataformas – fato que impede, em certa medida, que elas aumentem excessivamente o custo de listagem e obriguem as companhias a publicarem informações de ESG.¹⁰⁷

5- Conflitos de interesse e relacionamento com reguladores

O último ponto a ser destacado é o recorrente problema de **conflitos de interesse e relacionamento com reguladores**. Algumas bolsas, apesar dos movimentos de desmutualização, ainda são controladas por órgãos governamentais ou grandes investidores, que influenciam seu poder de implementação de estratégias sejam elas sociais, ambientais ou puramente econômicas.¹⁰⁸ Além disso, mesmo que não o sejam, é essencial para as bolsas o diálogo com os principais atores no que toca à regulação no mercado de capitais local. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.25)

Por conta do papel autorregulador que algumas bolsas possuem, fica difícil delimitar o papel de cada um no âmbito da sustentabilidade. Porém, não se pode ignorar a força que os órgãos reguladores possuem para implementar regras e promover um único caminho para investidores e empresas na busca de políticas efetivas de ESG.

¹⁰⁷ As companhias podem ficar desencorajadas, por conta de limitações financeiras, a emitir capital nas bolsas de valores pela necessidade de cumprir com regras restritivas referentes à sustentabilidade. Desse modo, a competição entre as bolsas de valores no mundo impede que elas adotem regras restritivas de sustentabilidade pois as companhias certamente preferirão emitir capital nos mercados onde a sustentabilidade não imponha custos elevados ao seu negócio. Por outro lado, aquelas empresas que prezam por sua reputação e vantagem competitiva a partir de sua imagem, geralmente preferem emitir seu capital em mercados reconhecidos por algum tipo de “selo ambiental”. Especialmente em mercados emergentes, o estabelecimento de requerimentos para a sustentabilidade às companhias listadas traz maior robustez, qualidade e confiança dos investidores (locais e internacionais). Exemplos disso são o caso da JSE e da BM&FBOVESPA.

¹⁰⁸ Um exemplo é a Bolsa de Valores de Shanghai, cujos dirigentes são apontados diretamente pela comissão de valores mobiliários do país (CSRC- Chinese Securities Regulatory Commission). (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.25)

3.4.2- FATORES EXTERNOS ÀS BOLSAS DE VALORES

Os desafios referentes a fatores externos às bolsas devem-se ao fato de essas instituições não se relacionarem somente com empresas e investidores para promover a sustentabilidade em seus mercados. Em suas atividades, as bolsas influenciam diversos agentes e juntamente com o governo, legisladores e reguladores podem aumentar a percepção e a preocupação ambiental no setor financeiro. (Figura 5)



Figura 5- O papel das bolsas de valores e sua relação com diferentes stakeholders

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA, 2013.

Nitidamente, vemos uma relação de reciprocidade em que, ao mesmo tempo em que são demandadas pelo público por maior transparência e proteção aos investidores, as bolsas podem estimular essa percepção no mercado de capitais ao implementarem

iniciativas de sustentabilidade robustas e efetivas.¹⁰⁹ (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.28)

Porém, alguns obstáculos e dificuldades ainda se apresentam no caminho sustentável do mercado financeiro e de capitais, os quais apresentaremos a seguir.

1- Visão de Curto Prazo dos Investidores

O primeiro obstáculo a ser superado é a **visão de curto prazo predominante na maioria dos investidores** no mercado financeiro. Exemplo disso é o fato de que dos 1.226 signatários do PRI, 1032 são administradores profissionais de recursos (*asset e investment managers*) totalizando US\$ 34 trilhões sob administração de ativos até abril de 2013. Apenas em 2011 foram registrados aproximadamente US\$ 118 trilhões sob administração dessas instituições –fundos de pensão, *hedge funds*, fundos mútuos – o que mostra que muitos dos investidores ainda não estão atentos às questões da sustentabilidade.¹¹⁰

Uma solução, sugerida pela própria SSE, seria promover a educação dos investidores e atrair reguladores e *policymakers* para discutir questões de longo-prazo que assegurem a continuidade dos negócios e a estabilidade no mercado financeiro e de capitais.¹¹¹ Deste modo, as companhias listadas poderiam reconhecer o valor atribuído pelos investidores e promover cada vez mais práticas sustentáveis – geralmente custosas e que produzem seus efeitos no longo e até longíssimo prazo. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010)

2- Padrões de Reporte de Informações ESG

O segundo desafio a superar é a padronização dos relatórios corporativos. Muitas empresas ainda não publicam suas **informações de sustentabilidade de**

¹⁰⁹ Ponto importante são os treinamentos, e engajamento das partes interessadas. A BM&FBOVESPA, por exemplo, promove workshops para companhias listadas e treinamentos em parceria com o GRI para orientar o reporte de informações. A Deutsche Borse adotou outra estratégia, que ao invés de promover treinamentos, disponibiliza eletronicamente uma base de dados de ESG com mais de 1800 companhias listadas. O que mostra que as bolsas podem servir de plataformas que concentram essas informações e encorajam a publicação de tais fornecendo aos investidores acesso fácil a informações relevantes. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.32)

¹¹⁰ Dados estimados pela City UK. Disponível em: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/fund-management-2012/> Acesso Setembro 2013

¹¹¹ Aproximadamente 70% das negociações nas bolsas de valores dos EUA e da Europa são feitas por investidores de alta frequência que se preocupam com mínimas variações de preços das ações para, em grandes quantidades de negócios, obter lucro no mercado a vista. No Brasil, o volume destes investidores ainda é incipiente se comparado com os mercados mais desenvolvidos, representando aproximadamente 10% dos volumes negociados.

forma clara. Muitas o fazem meses depois que seus balancetes financeiros são publicados diminuindo a relevância das questões de ESG para a análise do mercado acerca da companhia.

Para amenizar essa questão, o reporte integrado de informações tem sido a solução advogada pela maioria das instituições preocupadas com a sustentabilidade no mercado de capitais. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.30) Algumas iniciativas nesse âmbito foram mencionadas anteriormente ao tratamos das iniciativas de padronização e de estímulo ao reporte de informações não financeiras neste capítulo.

3- Governança e Fóruns internacionais

A questão da participação em fóruns e comitês internacionais de governança constitui, não um obstáculo, mas a solução para o aumento de coordenação das bolsas em âmbito global. A UNCTAD, o Pacto Global das Nações Unidas e o PRI são exemplos de como isso tem sido feito internacionalmente. Essas instituições e associações internacionais são cruciais no diálogo com as bolsas de valores e podem auxiliá-las a implementar as melhores práticas e regras de sustentabilidade em seus mercados visando suprir a demanda de investidores e outras partes interessadas.

A SSE recomenda, ainda, que cada bolsa tenha um Comitê de Sustentabilidade voltado para integrar as diversas iniciativas das bolsas em todo o mundo e que o comitê reporte ao Conselho de Administração de cada uma delas as questões relacionadas, desde as regras de listagem até o ambiente regulatório e o engajamento dos investidores para com a sustentabilidade. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010)

4- Bolsas de Valores Sociais

Como último ponto, a criação de **Bolsas de Valores Sociais** pode ser uma solução para os fatores externos às bolsas de valores tradicionais. Podem ser potenciais parceiras das bolsas de valores tradicionais e sensibilizar o mercado com as preocupações humanas que balizam suas atividades. Exemplos são a UK- Social Stock Exchange, a BVSA no Brasil (apresentada no próximo capítulo deste trabalho) e a *Impact Investment Exchange* na Ásia. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.31)

Essas bolsas geralmente funcionam de forma filantrópica, sem fins lucrativos, financiando projetos sociais, ambientais e de geração de benefícios para a sociedade como um todo. São importantes veículos de atração de capital para essas iniciativas e devem ser exploradas pelas bolsas tradicionais como modelo de parceria e criação de novos valores no mercado financeiro e de capitais.

Delineados os principais fatores externos às bolsas, cabe ainda destacar que os participantes do mercado são parte sensível da demanda por sustentabilidade e evidentemente influenciam na decisão das bolsas em implementar estratégias de desenvolvimento sustentável. A pesquisa da SSE de 2012 identificou que ONGs e sociedade civil são as que mais estimulam esse tipo de iniciativa, enquanto os bancos de investimento e corretoras de valores ainda se mostram indiferentes. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.34)

A falta de demanda por parte dos investidores, ou a falta de clareza de como eles são impactados por questões de ESG quando da escolha de seus investimentos e a falta de suporte regulatório na implementação de rigorosas regras de investimento sustentável e o “*enforcement*” constante para questões de publicação de informações não financeiras, são parte deste desafio. Nesse sentido, após a desmutualização das bolsas, sua função auto reguladora foi, em muitos mercados nacionais, transferida ao órgão governamental pertinente, o que constitui mais um desafio para que as bolsas consigam sozinhas implementar ações de “*enforcement*” em seus mercados.

Exemplo desse fato é que somente 10% das bolsas consideram que a implementação de mecanismos que promovam a sustentabilidade, a divulgação de informações ESG, as alterações de regras de listagem, e outras medidas estão sob sua exclusiva competência. Enquanto mais de 50% das bolsas consideram essa uma responsabilidade conjunta entre a bolsa e o órgão regulador. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Sendo assim, consideramos que algumas mudanças regulatórias são necessárias para criar um mercado de capitais sustentável. Este, do modo como se encontra hoje, é moldado por forças de mercado e por medidas regulatórias. Do mesmo modo, o desenvolvimento de um mercado de capitais sustentável requer o suporte dos formuladores de política dado que os fatores que precisam ser integrados para o seu

desenvolvimento são, em geral, complexos, e reúnem conhecimentos do mercado que nem sempre já estão decodificados ou padronizados globalmente. É nítida a necessidade de intervenção estatal e política neste sentido.

Para ilustrar esse argumento, utilizamos a ideia de Porter e Linde (1995a, p.100) que destacam que a regulação pode atuar como estímulo à inovação, sinalizando ineficiências do mercado e criando oportunidades de melhorias tecnológicas e operacionais das companhias. A regulação ainda diminui a incerteza dos investimentos ambientais e garante a igualdade entre as firmas impedindo que uma companhia possa ganhar competitividade de forma oportunista evitando investimentos em sustentabilidade. Sendo assim, os mercados que se anteciparem, internacionalmente, obterão vantagens e fornecerão às empresas nacionais a possibilidade de serem “early movers” nas inovações e investimentos em produtos e serviços “verdes” abrindo novos segmentos de mercado para o investimento sustentável.

Ainda neste sentido, Karl Polany (1944) ajuda a explicar como os aspectos relacionados à preocupação ambiental foram inseridos no mercado financeiro por meio da autorregulação. O argumento é de que ela tenha sido a resposta encontrada pelo mercado às pressões sociais constituindo-se um instrumento de defesa contra a destruição dos mecanismos e estruturas do próprio mercado financeiro. A ideia principal é de que haveria um “duplo movimento” no qual de um lado a sociedade se movimentaria exercendo pressões relacionadas à proteção de certos valores, tais como proteção ambiental, direitos humanos e responsabilidade social e de outro, o mercado se movimentaria para proteger os elementos fundamentais da economia de mercado através da autorregulação. (TOSINI, 2013, p.23)

Assim, o mercado financeiro e de capitais apesar de antecipar certos aspectos do investimento sustentável através da autorregulação de mercado, precisa de elementos direcionadores através de uma política econômica- ambiental numa espécie de estratégia nacional e até internacional para a trajetória do desenvolvimento sustentável. O capital financeiro busca a simples valorização de si mesmo e dificilmente irá incorporar sozinho a preocupação ambiental. Portanto, é crucial o papel das instituições, sejam elas públicas ou privadas, tais como as bolsas de valores e

organismos de regulação para implementar regras e padrões que estimulem os investimentos sustentáveis.

3.4.3- PRÓXIMOS PASSOS

Frente aos desafios e obstáculos apresentados até aqui, a SSE sugere alguns passos a serem tomados para que a comunidade financeira, juntamente com as bolsas de valores, avance nas questões do desenvolvimento sustentável no mercado e capitais. Primeiro, os investidores deveriam manter e fomentar o diálogo com as bolsas de forma robusta e clara, colocando suas preocupações de longo prazo, dado que os investidores institucionais muitas vezes vêem o desempenho de seus portfólios de investimento impactados pela visão de curto prazo predominante no mercado financeiro. Além disso, os investidores deveriam estar aptos a definir claramente os fatores de ESG que consideram cruciais nas decisões de investimento e punir ou recompensar as companhias através dessas decisões. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Segundo, é a necessidade de mapear o ecossistema envolvido nas questões de ESG promovendo o engajamento contínuo das bolsas em investimento sustentável e reportes de informações não financeiras. Para isso, é essencial que as bolsas alinhem seus esforços com as instituições envolvidas e com investidores, grupos do PRI, empresas e sociedade civil. Não só as bolsas, mas os formuladores de políticas, devem considerar requisitos mais rigorosos na composição dos conselhos das companhias listadas para que estes: (i) considerem questões ambientais em discussões estratégicas; (ii) integrem a sustentabilidade em seu reporte anual; (iii) expliquem por que não o fazem, se este for o caso.¹¹² (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p.37)

O compromisso da alta gestão é crucial para dar força às iniciativas das bolsas e para a implementação de políticas de sustentabilidade que podem ser fortalecidas pela criação de comitês específicos para questões do desenvolvimento sustentável e treinamento dos níveis gerenciais e educacionais. Isso faz parte de um desafio maior

¹¹² Como definido pela “Corporate Sustainability Reporting Coalition” (CSRC), quatro princípios devem nortear o desenvolvimento de práticas internacionais de ESG, sendo eles: transparência- “relate ou explique”; prestação de contas- mecanismos para que os investidores monitorem as ações das companhias; responsabilidades- obrigações dos conselhos de administração devem incluir os valores da companhia e padrões a serem cumpridos, incentivos- companhias deveriam publicar relatórios de remuneração considerando fatores de ESG para tal. Detalhes em: <http://www.aviva.com/corporate-responsibility/programme-updates/15615/>

que é o de substituir o pensamento de gerar receita com sustentabilidade no curto-prazo e preocupar-se em criar o mercado e iniciativas de longo-prazo. As bolsas precisam exercer esse “novo valor”, como por exemplo com a publicação do seu próprio relatório de ESG.¹¹³

Além disso, estimular padrões internacionais de reporte de informações com materialidade e credibilidade é uma das ações mais importantes que estão sendo desenvolvidas aos poucos por instituições como a UNCTAD-ISAR e a CERES- INCR com os guia de melhores práticas e *paper* consultivo, já mencionados no início deste capítulo e que são importantes para nortear os esforços das bolsas e dos participantes de seus mercados, tais como empresas e investidores, no caminho para o investimento sustentável. As iniciativas do Global Reporting Initiative (GRI) da International Integrated Reporting Council Framework (IIRC) e da US- Sustainability Accounting Standard Board (SASB) são outros exemplos desses esforços de padronização.

Os serviços financeiros controlam a alocação de trilhões de dólares e podem se posicionar para prover o financiamento de uma transição à “economia verde”. Os investidores institucionais de longo-prazo, companhias de seguros e fundos de pensão estão cada vez mais procurando minimizar seus riscos de ESG com portfólios verdes, os quais já tratamos anteriormente. Uma mudança na direção desse movimento pode ser reforçada com ação das bolsas e dos reguladores a partir do incentivo ao investimento de longo prazo preocupado com questões sociais e ambientais. As bolsas, ao promoverem o mercado de capitais e ao intermediar suas relações possuem um papel crucial na provisão de capitais em escala suficiente para uma transição a uma economia ambientalmente sustentável. (UNEP, 2011).

Assim, após passarmos pelas três principais formas através das quais as bolsas podem estimular a sustentabilidade no mercado de capitais e pelos principais desafios enfrentados neste âmbito, concluímos destacando que o ambiente no qual as bolsas de valores estão inseridas para promoção da sustentabilidade é, de certa forma, complexo e desafiador. Parte das dificuldades está em medir como o desenvolvimento de regras e critérios mínimos de sustentabilidade podem garantir o retorno esperado pelos

¹¹³ 94% das bolsas que responderam à pesquisa da SSE já o fazem, porém, a prática precisa ser ampliado para todas as bolsas que procuram fomentar o investimento sustentável passem a entender o processo, as dificuldades, o tempo e a capacidade de resposta das questões envolvidas.

investidores e pela sociedade como parte interessada. Muitas das iniciativas são custosas no curto-prazo e, pelas razões já exploradas, acabam por não entrarem nas prioridades das bolsas e das companhias listadas. Porém, vale lembrar que a preocupação ambiental é com “as gerações futuras”, e o longo prazo deve sempre vir à reflexão.

Abordaremos no quarto e último capítulo deste trabalho o caso da Bolsa brasileira, a BM&FBOVESPA. Destacando seu papel pioneiro reconhecido internacionalmente como uma das bolsas que está à frente das questões ambientais e sociais. Vamos retomar a cronologia da inclusão da agenda sustentável no mercado de capitais brasileiro por parte dessa instituição e destacar, ainda, suas principais iniciativas.

CAPÍTULO 4- SUSTENTABILIDADE NA BM&FBOVESPA- O CASO BRASILEIRO

Após caracterizarmos brevemente a importância do investimento sustentável e responsável para a trajetória do mercado financeiro e em especial das bolsas de valores, abordaremos aqui o caso brasileiro a fim de analisarmos as principais iniciativas da BM&FBOVESPA, reconhecida internacionalmente como uma das bolsas pioneiras e referência mundial para as questões da sustentabilidade por implementar ações e promover o investimento sustentável em seu mercado. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012)

Apresentaremos, em primeiro lugar, alguns elementos históricos da formação da BM&FBOVESPA e a estrutura atual de negócios em que opera. Seguiremos com a agenda sustentável dentro do mercado brasileiro de capitais, destacando os principais compromissos, regras, produtos e serviços que foram criados nos últimos anos. Por fim, nos debruçaremos sobre os principais mecanismos de fomento do investimento sustentável no Brasil: o Mercado de Carbono, os Índices de Sustentabilidade (ISE e ICO₂), e a divulgação de informações de ESG (“Relate ou Explique”).

4.1- A BM&FBOVESPA- ESTRUTURA E ELEMENTOS HISTÓRICOS

A história recente da BM&FBOVESPA é fruto da fusão em 2008 da Bolsa de Mercadorias e Futuros, a BM&F e a da Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa. Existiam diversas bolsas regionais no Brasil antes da incorporação em um único mercado. Eram elas: a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, a Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília, a Bolsa de Valores da Bahia, a Bolsa de Valores da Paraíba e Pernambuco, a Bolsa de Valores do Extremo Sul, a Bolsa do Paraná, a Bolsa de Santos e a Bolsa de Valores Regional. Neste capítulo abordaremos brevemente a criação da Bovespa e da BM&F a partir de alguns fatos históricos importantes de sua estruturação. Porém, não faremos uma relação estrita com o estabelecimento da

legislação brasileira para o mercado de capitais, que pode ser encontrado nos diversos guias de mercado.¹¹⁴

O surgimento das bolsas no Brasil se deu em 1890, quando Emílio Rangel Pestana criou uma Bolsa Livre para operar valores financeiros em São Paulo. Porém, no ano seguinte, por causa dos percalços do Encilhamento¹¹⁵, a iniciativa foi interrompida acarretando o seu fechamento. Após cinco anos, em 1895, outra iniciativa paulista cria a Bolsa de Títulos de São Paulo, que reunia os corretores de títulos mobiliários e de câmbio. (CVM, 2013, p.222)

Em 1934, como Bolsa Oficial de Valores, vinculada à Secretaria de Finanças do Estado de São Paulo, a Bolsa de Títulos de São Paulo, torna-se uma associação civil, sem fins lucrativos, que passa a congregar instituições e indivíduos que realizavam seus negócios para a corretagem de ações e obrigações com exclusividade na intermediação de câmbio oficial nomeados pelo governo. Em outubro de 1966, o Banco Central do Brasil cria novas regras para a formação de sociedades corretoras, em substituição aos corretores de fundos públicos, mantendo-se reguladas pela Bolsa de Valores. Com isso, a Bolsa Oficial de Valores de São Paulo passa a funcionar como Bolsa de Valores de São Paulo- BOVESPA, sem alterar sua condição de associação civil, agora constituída por diversas sociedades corretoras, que detêm títulos patrimoniais da entidade, cuja soma equivaleu ao patrimônio da Bolsa.¹¹⁶ (CVM, 2013)

Em fins de 1976, cria –se a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, e a normatização das atividades das bolsas e das sociedade por ações passa ao âmbito desta entidade sob as Leis 6385/76 e a Lei das Sociedades por Ações 6404/76. Ambas disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus participantes, sendo eles as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores em linhas gerais.

¹¹⁴ Para o histórico completo e estrutura do Mercado de Capitais Brasileiro consultar o livro publicado pela Comissão de Valores Mobiliários Brasileira. (CVM, 2013).

¹¹⁵ Política financeira de estímulo à indústria, criada pelo Ministro Ruy Barbosa, baseada no aumento do meio circulante com a criação de bancos emissores, trocando o lastro-ouro por títulos da dívida pública, o que resultou em espiral inflacionária e grande número de falências.

¹¹⁶ No início da década de 1990, a Bovespa introduziu, o pregão de viva voz, o sistema eletrônico de negociação de renda variável CATS (Computer Assisted Trading System), desenvolvido pela Bolsa de Toronto. Em meados da mesma década, o sistema eletrônico de negociação foi substituído por um avançado sistema adquirido da então bolsa de Paris (atual Nyse Euronext) e foi instituída a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que passou a oferecer uma estrutura moderna de câmara de compensação e central depositária, permitindo a participação de instituições bancárias nas atividades de agentes de compensação. (RI; BM&FBOVESPA, 2013)

A integração da Bovespa com as demais bolsas do país mencionadas anteriormente ocorreu em 2000, com o objetivo de concentrar toda a negociação de ações do Brasil em um só ambiente. Nesse processo de integração, a Bovespa adquiriu, por meio da CBLC, a Companhia de Liquidação e Custódia (CLC), até então responsável pelos serviços de liquidação e custódia dos valores mobiliários negociados na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Ainda em 2000, a Bovespa lançou os três segmentos especiais de listagem com práticas elevadas de governança corporativa: o Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa 1 e 2. Em 2001, criou o Bovespa Fix, uma plataforma eletrônica de negociação de títulos de renda fixa corporativos. Em 2002, com a aquisição da SOMA, passou a atuar também na negociação de títulos de renda variável no mercado de balcão organizado (MBO), concentrando toda a negociação em mercado organizado de renda variável no Brasil. Em setembro de 2005, a Bovespa encerrou a realização de negócios por meio do pregão de viva voz, tornando-se um mercado totalmente eletrônico.

Já a BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros – criada em 1986 – viria a ser, a partir da década de 1990, um dos mercados de derivativos mais importantes do mundo e o maior da região latino americana¹¹⁷ Em 2002, adquiriu participação majoritária na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e coordenou a criação da Bolsa Brasileira de Mercadorias com o objetivo de criar uma bolsa do agronegócio brasileiro, sendo um elo entre a agricultura, o comércio, a indústria, o sistema financeiro e o governo.

Em outubro de 2007, a BM&F firmou uma parceria com o CME Group- *Chicago Mercantile Exchange Group* - envolvendo um investimento cruzado em ações das duas companhias de 1,8% e a criação de uma interligação de rede eletrônica para o roteamento de ordens referentes aos produtos transacionados em seus ambientes de negociação que viria a ser modificada em 2010 com a fusão da BM&F e da BOVESPA.

Em 2007, a configuração de ambas as Bolsas modifica-se por completo, deixam de ser uma associação civil e se transformam em companhias com capital integralizado

¹¹⁷ No segmento de derivativos, a BM&FBOVESPA negocia por dia 3,2 milhões de contratos (BM&FBOVESPA, 2013). Na América Latina, ela detém 95% do volume negociado total da região e possui alguns dos contratos futuros mais líquidos do mundo: Taxas de Juros DI, Taxas de Câmbio US\$ vs. R\$ (WFE, 2013).

pelos títulos patrimoniais das corretoras num processo que ficou conhecido como desmutualização¹¹⁸. (CVM, 2013, p.224)

A desmutualização da Bovespa envolveu duas etapas: a cisão parcial da Bovespa, com a conversão de parcelas de seu patrimônio em duas sociedades (Bovespa Holding e Bovespa Serviços S.A.); e a incorporação das ações da Bovespa Serviços ao capital da Bovespa Holding. Com o processo de desmutualização, as sociedades corretoras, antes detentoras de títulos patrimoniais da Bovespa, passaram a proprietárias das ações representativas do capital da Bovespa Holding. Da mesma forma, a desmutualização da BM&F ocorreu com a cisão parcial da BM&F, com a conversão das parcelas de seu patrimônio e outros direitos associativos em duas sociedades: a BM&F Holding e a BM&F Serviços S.A, e a incorporação das ações da BM&F Serviços ao capital da BM&F Holding.

No ano seguinte, em oito de maio de 2008, ocorreu a integração das duas Bolsas – a Bovespa Holding e a BM&F – incorporadas pela Nova Bolsa S.A. que alterou sua denominação social de Companhia de Nova Bolsa S.A. para BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros alcançando uma capitalização de mercado relevante internacionalmente, US\$ 10,6 bilhões, a quinta maior do mundo.¹¹⁹ A BM&FBOVESPA¹²⁰ torna-se a partir daí a principal instituição brasileira de intermediação para operações no mercado de capitais, desenvolvendo e implementando sistemas para negociação de ações, derivativos de ações, derivativos financeiros, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, moedas a vista e commodities agropecuárias.

Em fevereiro de 2010, a BM&FBOVESPA assinou um Protocolo de Intenções com o CME Group para firmar acordo de parceria estratégica preferencial global, que contemplou: (i) investimentos e acordos comerciais em bolsas internacionais, em bases iguais e compartilhadas; (ii) o desenvolvimento, em conjunto com o CME Group, de uma nova plataforma eletrônica de negociação de derivativos, ações, renda fixa e

¹¹⁸ As associações civis sem fins lucrativos são entidades de benefício mútuo destinadas a proporcionar bens ou serviços a um círculo restrito de associados ou sócios. Ao deixar de ser uma associação, a Bolsa promoveu a sua desmutualização e sua consequente transformação em sociedades por ações.

¹¹⁹ Dados da equipe de Relação com Investidores da BM&FBOVESPA até agosto 2013. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1463/ApresentaoMensalBVMFAgosto2013.pdf>

¹²⁰ Com sede em São Paulo e escritórios de representação nos Estados Unidos (Nova York), no Reino Unido (Londres) e na China (Xangai), voltados para dar suporte aos investidores e instituições dos mercados internacionais nas atividades com os clientes estrangeiros e no relacionamento com os órgãos reguladores.

quaisquer outros ativos negociados em bolsa e balcão; (iii) elevação da participação societária no CME Group para 5,1%; (iv) indicação de um representante para participar do Conselho de Administração do CME Group.

O modelo da BM&FBOVESPA é chamado de “verticalmente integrado” dado que ela realiza o registro, a negociação, a compensação e a liquidação¹²¹ de ativos e valores mobiliários negociados em seus ambientes, assim como a listagem de ações e de outros ativos. Atua também como depositária central dos ativos negociados, além de licenciar softwares e índices. A Bolsa atua ainda como Contraparte Central de todas as transações ocorridas em sua plataforma e realiza o gerenciamento de risco das operações rastreando o investidor final.

Deste modo, a Bolsa brasileira exerce o papel fundamental de fomentar o mercado de capitais do país através de inovações e desenvolvimento de produtos e serviços aos investidores, empresas, e até para a sociedade civil, através de seus programas de educação financeira e popularização (através do Instituto Educacional BM&FBOVESPA) e de programas sociais através da BVSA (Bolsa de Valores Socioambientais). Sua principal função é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários¹²². (CVM, 2013, p.225)

Tendo em vista sua área de atuação, a BM&FBOVESPA está sujeita à regulação e à supervisão da CVM e do Banco Central do Brasil. É ainda uma entidade autorreguladora, por meio da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), que opera sob a supervisão da CVM. A Instrução CVM 461/07 determina que a BM&FBOVESPA deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que a BSM fiscalize a observância das regras e normas de conduta da Bolsa, bem como da regulamentação vigente. Assim a BSM pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de

¹²¹ Plataforma de negociação é o sistema que permite que compradores e vendedores se encontrem e realizem negócios. A câmara de compensação é responsável pelo cálculo das posições compradas e vendidas e pelo controle de risco do mercado. Essa câmara também pode atuar como contraparte central garantidora (CCP), situação na qual a Bolsa se interpõe entre compradores e vendedores e assume a responsabilidade de honrar todas as compras e todas as vendas. Por fim, a câmara de liquidação é o sistema que controla e processa a troca de dinheiro pelos títulos negociados entre compradores e vendedores.

¹²² No Brasil os investidores têm acesso aos sistemas de negociação da BM&FBOVESPA somente através das corretoras para efetuarem suas transações de compra e venda desses valores.

funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado atuando em duas frentes principais: supervisão de mercado e auditoria de participantes. (CVM, 2013, p.225)

Após esse breve relato histórico e estrutural do mercado em que a BM&FBOVESPA opera, atualmente, passaremos à ilustração da agenda sustentável no Brasil a fim de traçar os principais mecanismos, iniciativas e acontecimentos que fizeram da Bolsa brasileira uma referencia mundial em sustentabilidade.

4.2- A AGENDA SUSTENTÁVEL NA BOLSA BRASILEIRA¹²³

Com a crescente preocupação socioambiental nos mercados e a premissa de que entidades públicas, privadas, assim como a sociedade civil devem assumir compromissos responsáveis, as bolsas assumiram, como visto, uma atitude de protagonismo no desenvolvimento de iniciativas que estimulassem as melhores práticas de governança corporativa, instrumentos de mercado e produtos que fomentassem o investimento social e ambientalmente responsável. A BM&FBOVESPA, neste contexto foi a primeira Bolsa de Valores do mundo a se tornar signatária do Pacto Global das Nações Unidas em 2004. E em 2006 passou a integrar o Comitê Brasileiro do Pacto Global, estando à frente da Vice- Presidência entre este mesmo ano e o ano de 2008. (BM&FBOVESPA, 2011).

Em 2010, a Bolsa brasileira integrou o compromisso do PRI, mais uma vez pioneira entre as bolsas dos países em desenvolvimento, sendo membro do Grupo de Engajamento da coordenação brasileira do PRI e primeira bolsa do mundo a se tornar uma “organization stakeholder”, realizando indicações e recomendações à GRI. No ano seguinte, a BM&FBOVESPA divulgou pela primeira vez seu relatório anual integrado com informações financeiras e não financeiras de forma simultânea sob os padrões GRI, estimulando as empresas e participantes do mercado a adotar práticas semelhantes e considerar a sustentabilidade como valor crucial em seus negócios. (BM&FBOVESPA, 2011).

¹²³ As fontes de informações para a construção deste item foram relatórios da BM&FBOVESPA, site e fontes públicas, devido à relativamente recente inclusão do tema da sustentabilidade no mercado financeiro e de capitais brasileiro.

Porém, o papel da BM&FBOVESPA em fomentar e orientar o mercado de capitais brasileiro a adotar as melhores práticas começou muito antes com a criação, em 2010, de um segmento especial de listagem para empresas que assumissem o compromisso com as práticas diferenciadas de governança além da regulação, o Novo Mercado. As companhias adotam esse compromisso voluntariamente e precisam, a partir de então, cumprir com alguns requerimentos tais como:

- a- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- b- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- c- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- d- estabelecimento de um mandato unificado de até dois anos para todo o Conselho de Administração;
- e- introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- f- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- g- cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.” (CVM, 2013, p.241).

Deste modo, a Bolsa brasileira passou a construir sua imagem de referência global em práticas de responsabilidade social corporativa, o que está diretamente relacionado com sua capacidade de liderar iniciativas de sustentabilidade em seu mercado.

A Diretoria de Sustentabilidade da BM&FBOVESPA foi criada em 2009, com uma característica crucial para a sua efetividade: ela reporta diretamente ao Presidente da companhia e é responsável não só pela iniciativas de sustentabilidade, mas também pelo Instituto BM&FBOVESPA, que lidera ações sociais, e pela BVSA. A Bolsa ainda

implementou um Comitê e uma Comissão de Sustentabilidade compostos, o primeiro, por membros da Diretoria Executiva da companhia, o Diretor Presidente, o Diretor de Comunicação e Recursos Humanos, além da Diretoria de Sustentabilidade; o segundo, por Gerentes de Relações com Investidores, Produtos Ambientais, etc.¹²⁴

A Bolsa entende que a sustentabilidade corporativa é baseada num novo modelo de administração de negócios onde as dimensões sociais e ambientais complementadas por boas práticas de governança podem afetar a dimensão econômica, adicionando valor às companhias. Conceito que segue a RSC definida por Bowen (1953) em sua obra “Social Responsibilities of the Businessman” em que existe a obrigação dos empresários em adotar políticas e tomar decisões acompanhadas de ações desejáveis, segundo os valores e expectativas da sociedade. (BOWEN, 1953)

No ano de 2005, dois importantes acontecimentos ocorreram no âmbito ambiental. A Bolsa lançou seu primeiro Índice de Sustentabilidade, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em linha com as tendências globais marcadas pela criação do Dow Jones Sustainability Index em 1999, seguido pelo FTSE4Good em 2001, e pelo Índice Sustentável da JSE em 2003 que haviam fomentado a criação destes produtos do mercado financeiro para investimento sustentável. O segundo índice da BM&FBOVESPA para a sustentabilidade veio em 2010 com o lançamento do Índice Carbono Eficiente (ICO₂) desenvolvido em conjunto com Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Ambos os índices tratados com mais detalhes no item 4.3 deste capítulo, quando abordaremos sua metodologia e importância no mercado de capitais brasileiro.

No Mercado de Carbono, a Bolsa brasileira lançou em 2005 um banco de projetos para registro de Créditos de Carbono gerados através do MDL voluntário. Em 2007 a Bolsa lançou uma plataforma para leilões desses créditos permitindo a negociação eletrônica. Este mercado está sob o Mercado Brasileiro de Redução de Emissões (MBRE) que será tratado no item 4.3 deste capítulo.

Para as companhias, a BM&FBOVESPA lançou em 2007 o site “Em Boa Companhia” no qual a BM&FBOVESPA lista os projetos que as empresas listadas na BM&FBOVESPA têm desenvolvido na área de Responsabilidade Social e Ambiental,

¹²⁴ A Composição do Comitê e da Comissão pode ser encontrada em: <http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/gestao.asp> Acesso Agostos 2013.

iniciativa transformada em um programa contínuo de relacionamento com as empresas para os temas da sustentabilidade em 2011. A BM&FBOVESPA define na publicação “Novo Valor” a seguinte caracterização da iniciativa:

O nome é simbólico: acreditamos que as empresas que se preocupam com essa agenda e empreendem ações concretas para a inserção dos conceitos socioambientais e de governança em consonância com a dimensão econômico-financeira estão criando uma rede de boas companhias, em que “boa” não tem a conotação tradicional de bondade. Representa, sim, um grupo referencial de companhias que atraem outras que querem estar nessa rede: querem estar em Boa Companhia. O propósito do programa é oferecer às empresas iniciativas variadas: um site onde podem publicar seus projetos socioambientais, encontros presenciais, apresentação de benchmarks, bem como uma rede contínua de intercâmbio e publicações (...) (BM&FBOVESPA, 2011, p.3)

Em 2010, a Bolsa criou o programa “Novo Valor” com o objetivo de instigar e promover as ações de sustentabilidade no mercado de capitais, envolvendo audiência ampla de companhias, investidores, corretoras de valores, reguladores e sociedade civil.

Além disso, em 2012, A BM&FBOVESPA passou a recomendar¹²⁵ que as empresas listadas indiquem no Formulário de Referência¹²⁶ (item 7.8 - “descrição das relações de longo prazo relevantes da companhia que não figurem em outra parte deste formulário”), se publicam Relatório de Sustentabilidade ou documento similar e onde está disponível. Em caso negativo, devem explicar por que não o fazem. A medida foi intitulada “Relate ou Explique” seguindo as melhores práticas mundiais em reporte de informações não financeiras e será abordada no item 4.5 deste capítulo.

Ainda em 2012, a BM&FBOVESPA assinou juntamente com as Bolsas de Johannesburg (JSE), Istanbul Stock Exchange (ISE), Egyptian Exchange (EGX) e NASDAQ OMX o compromisso denominado “Sustainable Stock Exchanges”, abordado

¹²⁵ A BM&BOVESPA (2011b) através do Comunicado Externo 017-2011 lançou a proposta do “Relate ou Explique” no mercado brasileiro, dando um grande passo para o estímulo de iniciativas voluntárias de sustentabilidade e reporte de questões ESG em seu mercado.

¹²⁶ O Formulário de Referência, cujas regras estão estabelecidas na instrução da CVM 480, é o principal informe de comunicação e de prestação de contas da companhia, uma vez que nele estão reunidas informações relevantes para a compreensão e avaliação da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos, tais como, atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, comentários dos administradores sobre o desempenho, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração de sua administração. Além disso, ele deve ser atualizado anualmente.

no terceiro capítulo deste trabalho e que procura promover o investimento responsável de longo prazo e a divulgação de informações relacionadas às companhias listadas nas bolsas.¹²⁷

No que diz respeito aos projetos socioambientais, a BM&FBOVESPA juntamente com as sociedades corretoras participantes de seu mercado criou em 2003 com o nome de Bolsa de Valores Sociais (BVS), uma bolsa voltada para fomento e investimento em iniciativas voltadas principalmente à educação. Em 2007, com a incorporação de projetos ambientais, a BVS passou a se chamar BVSA¹²⁸ (Bolsa de Valores Socioambientais), que é fortemente apoiada e reconhecida por instituições tais como a Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura (UNESCO); o Pacto Global nas Nações Unidas, que inclusive recomendou o modelo como referência a ser seguida por outras bolsas no mundo¹²⁹ e pela *United Nations Development Program* (UNDP).

Desde sua criação em 2003, a BVSA, antiga BVS, já captou mais de R\$ 12,4 milhões, tendo beneficiado 80 projetos em todo o Brasil. As organizações escolhidas para listagem na BVSA devem atender populações de baixa renda, visando promover a inclusão socioeconômica e contam com projetos em capacitação profissional, cidadania, competência em leitura e escrita, cultural, educação para a saúde, educação para a sustentabilidade, mudanças climáticas, recursos hídricos, biodiversidade e florestas e cidades sustentáveis.

A BM&FBOVESPA (2013b) define sua missão como: "Promover a sustentabilidade e o investimento social privado alinhados à estratégia, contribuindo

¹²⁷ A Bolsa brasileira, além de signatária do compromisso voluntário Sustainable Stock Exchanges: Pacto Global, PRI, UNEP-FI e UNCTAD, é ainda: signatária do Pacto Empresarial pela Integridade e Contra a Corrupção; Pacto Global (ONU) e membro do Comitê Brasileiro do Pacto Global; do Pacto Nacional pela Erradicação do Trabalho Escravo; membro do Comitê Gestor do Cadastro Empresa Pró Ética; do Conselho Consultivo e Integrante do EPC – Programa Empresas pelo Clima/ FGV; do Conselho Consultivo GRI Brasil; do Conselho Diretor da Terceira Geração dos Indicadores Ethos; do Conselho e Associada do Instituto São Paulo Contra a Violência; do Conselho Fiscal e Associada do Gife – Grupo de Institutos, Fundações e Empresas; membro do Conselho Técnico-Consultivo e do Conselho Honorário do CDP – Carbon Disclosure Project, América Latina; da Diretoria e do Conselho Diretor da Associação Viva o Centro; membro do GRI Stakeholder Council – Internacional; do Grupo de Engajamento de Empresas Brasil; do Grupo de Estudos em Sustentabilidade do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); da Rede de Mulheres Brasileiras Líderes pela Sustentabilidade – Ministério do Meio Ambiente.

¹²⁸ A BVSA funciona como uma Bolsa de Valores, porém, sem fins lucrativos. Em seu ambiente, indivíduos e instituições podem doar recursos para projetos selecionados criteriosamente por planejamento, documentação, cronograma e visitas técnicas realizadas pela equipe da BVSA. O valor dos projetos varia entre R\$ 30mil e R\$ 100mil, sendo que as contribuições podem ser a partir de R\$ 20,00. Informações dos projetos, critérios de seleção e processo de doação em: <https://www.bvsa.org.br/abvsa> Acesso em agosto 2013.

¹²⁹ Foi assim que inspirou, em 2006, a criação da *South African Social Investment Exchange* (Sasix), a Bolsa de Investimentos Sociais da África do Sul, com apoio institucional da Bolsa de Valores de Johannesburg.

para o fortalecimento institucional da BM&FBOVESPA". A bolsa procura priorizar a inserção da sustentabilidade na agenda empresarial, tendo como princípios promover e praticar os conceitos de responsabilidade econômica, social e ambiental. Exemplo disso foi o lançamento de sua Política Interna de Sustentabilidade, em julho de 2013, aprovada por seu Conselho de Administração e estruturada em quatro pilares: mercado; ambiental; social e governança.

Como mercado¹³⁰, a Bolsa é a instituição que atua como intermediador de operações do mercado de capitais, provedor de sistemas de negociação, realizador de operações de registro, compensação e liquidação e fomentador do mercado de capitais brasileiro. Instituiu as principais diretrizes deste pilar como sendo: manter sistemas eficientes e seguros, garantindo o bom funcionamento do mercado; fiscalizar as operações realizadas; oferecer produtos e serviços que agreguem valor ao cliente; incentivar a inovação de produtos e serviços; comprometer-se com o desenvolvimento do mercado de capitais; estimular a divulgação de práticas de sustentabilidade; desenvolver programas de educação e popularização dos produtos e serviços. (BM&FBOVESPA, 2013b)

Na esfera ambiental¹³¹, a Bolsa deve: adotar programa de ecoeficiência em suas dependências, otimizando o uso de água, energia e papel; gerenciar as emissões de gases de efeito estufa; gerir adequadamente os resíduos sólidos, inclusive lixo eletrônico; induzir boas práticas ambientais junto à cadeia de valor e demais públicos de seu relacionamento; alavancar o mercado brasileiro com produtos e serviços com foco no mercado ambiental.

A dimensão social engloba diretrizes para o público interno e externo dentre elas: atrair e reter talentos; desenvolver pessoas; buscar melhoria na qualidade de vida, induzir boas práticas sociais junto à cadeia de valor e demais públicos de relacionamento; promover o investimento social privado; e incentivar o voluntariado.

Por fim, pelo compromisso com as melhores práticas de governança corporativa¹³² e acreditando ser esta uma forma de geração de valor, as principais diretrizes são: promover, induzir e assegurar boas práticas de transparência, prestação

¹³⁰ Exemplos são o ISE, o Em Boa Companhia e a iniciativa SSE

¹³¹ Exemplos são o ICO2, o Mercado de Carbono, o Inventário de emissão de GEEs.

¹³² Exemplos são o "Relate ou Explique", o modelo de Governança Interna; o Relatório Anual no modelo GRI; e a criação da Política de Sustentabilidade da BM&FBOVESPA.

de contas e governança corporativa; garantir uma gestão eficiente dos riscos e promover a adoção de códigos de conduta; assegurar a adoção das melhores práticas de proteção aos direitos dos acionistas; comprometer-se com a geração de valor aos acionistas. (BM&FBOVESPA, 2013b)

Assim, a missão da Bolsa fica intrinsicamente relacionada a questões como imagem, reputação, redução de custos, desenvolvimento de novos produtos e serviços, administração de riscos, projeção internacional e vantagem competitiva através da administração interna de recursos naturais; criação de produtos e serviços; engajamento das partes interessadas e estimula a governança corporativa. É a partir de uma agenda comprometida com essas questões, não só para o desenvolvimento sustentável, mas também com preocupações de responsabilidade social da própria atividade da Bolsa e dos participantes de seu mercado como empresas listadas, investidores, corretoras de valores e o próprio papel autorregulador, que a BM&FBOVESPA vem construindo um modelo de negócio pautado por tais preocupações. Este fato nos serve de base para avaliar o êxito de certas iniciativas e as oportunidades que ainda precisam ser gerenciadas na indústria de bolsas para que o mercado financeiro seja reconhecido e possa efetivamente auxiliar nas questões relativas ao investimento sustentável.

4.3- MERCADO DE REDUÇÃO DE EMISSÕES- MBRE

As discussões ambientais no cenário mundial desde Quioto deram destaque às estruturas de mercado como forma de flexibilizar e tornar possível a redução efetiva de emissões entre os países do Anexo I¹³³, e eventualmente incluindo os países em desenvolvimento, fato que já destacamos no capítulo anterior.

O alcance das metas de emissões de CO₂, estabelecidas pelo Protocolo de Quioto, deveria ser estimulado através de políticas públicas e regulatórias que incentivassem a melhor eficiência dos setores energético, industrial e de transporte, e a utilização de recursos renováveis. E é nesse processo de transformação que foram criadas as bases formais para o surgimento de um verdadeiro mercado mundial de

¹³³ Grupo definido pelo protocolo de Quioto que reúne os países desenvolvidos de acordo com seu grau de industrialização para o estabelecimento de metas diferenciadas de redução de emissões.

carbono constituído por diferentes mercados nacionais e regionais, contemplando diferentes mecanismos. (GUTIERREZ, 2009, p.121).

Nos seus artigos 6º, 12º e 17º, o protocolo criou mecanismos¹³⁴ para facilitar o cumprimento das metas e promover a eficiência na redução de emissões no período de 2008 a 2012. Enquanto os artigos 6º e 12º abordam o lado da oferta do mercado de carbono, através de projetos que gerem reduções certificadas de GEE, o artigo 17º permite que os diferentes países do Anexo I negociem entre si licenças de emissão, de forma que as metas de redução possam ser globalmente cumpridas eficientemente. Os três mecanismos criados foram: (i) a Implementação Conjunta- IC (*Joint Implementation- JI*), (ii) o Mecanismo de Desenvolvimento Limpo- MDL (*Clean Development Mechanism- CDM*) e (iii) o Comércio de Emissões- CE (*Emissions Trading- ET*).

Os dois primeiros mecanismos são baseados em transações de compra e venda de certificados de redução de emissões, baseados em projetos- as RCEs. O Comércio de Emissões compreende transações de licenças comercializáveis de emissão entre países podendo funcionar num regime conhecido como “cap and trade” que é um sistema que restringe a quantidade de emissões totais, definindo um limite global para toda a economia (cap) e permite que os agentes económicos transacionem (trade) a quantidade restante permitida de licenças de emissão. (SEROA DA MOTTA, 2010, p.13).

No Brasil, a BM&FBOVESPA, em conjunto com Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MIDIC), organizou em 2005 o Mercado Brasileiro de Redução de Emissões (MBRE) criando um banco de projetos para realização de leilões de créditos de carbono, gerados tanto nos projetos ligados ao Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) como no âmbito do mercado voluntário, que não considera as regras, as metas e os mecanismos estabelecidos no Protocolo de Kyoto. Os leilões são agendados pela BM&FBOVESPA a pedido de entidades públicas ou privadas que desejem ofertar seus créditos ao mercado.

¹³⁴ Artigos que se referem à criação dos mecanismos de mercado. Artigo 6: Transferência e aquisição de unidades de redução de emissões (implementação conjunta); Artigo 12: Mecanismo de Desenvolvimento Limpo; Artigo 17: Comércio de Emissões. Conforme indicados na leitura do protocolo editado e traduzido pelo Ministério da Ciência e Tecnologia do Brasil. (MCT, 1997).

O primeiro leilão de créditos de carbono no mercado voluntário— fora do Protocolo de Quioto- aconteceu em oito de abril de 2010. A tentativa de venda, apesar de constituir um avanço, fracassou.¹³⁵

Como forma de aprimorar o mercado a BM&FBOVESPA anunciou em maio de 2012 uma parceria com o Banco Santander¹³⁶ para melhor desenvolver o mercado de carbono no Brasil frente ao fraco desempenho do mesmo até então. O objetivo da parceria, ainda em andamento, é o de estudar a criação de novos produtos referenciados em créditos de carbono para negociação em bolsa, como contratos derivativos e produtos à vista.

A Bolsa e o Banco intencionam avaliar o desenvolvimento de produtos tanto para o mercado brasileiro, como para o mercado internacional, a fim de estimular a liquidez dos produtos referenciados em carbono e implementar formadores de mercado para alcançar essa liquidez. Além disso, ambas as instituições estariam comprometidas em analisar a viabilidade e alterações regulatórias necessárias para a efetivação de tais medidas.

Em junho do mesmo ano, a BM&FBOVESPA assinou um acordo com o Governo do Estado de São Paulo, por intermédio da Secretaria do Meio Ambiente, e a Companhia Ambiental de São Paulo (CETESB) na forma de um protocolo de intenções com o objetivo de estudar e propor medidas institucionais e regulatórias necessárias ao desenvolvimento do mercado de ativos ambientais com foco inicial nas Emissões de Gases de Efeito Estufa e de Compensação de Reserva Legal. No primeiro caso, estão envolvidas questões como a determinação de metas setoriais pelas instâncias competentes, a regulamentação de critérios de redução de emissões e de elaboração, monitoramento e verificação dos inventários corporativos. No segundo, a Bolsa entende como necessária a regulamentação dos critérios de monitoramento e verificação das reservas legais, a aprovação pelo governo do Estado das áreas que serão oferecidas para o cumprimento desta obrigação.

¹³⁵ Foram ofertadas na BM&F Bovespa 180 mil unidades voluntárias de carbono a preços mínimos de R\$10 e R\$12, mas nenhum lote foi arrematado. (PAIVA, 2010)

¹³⁶ A iniciativa foi anunciada dias antes da antes do Rio de Janeiro oficialmente lançar seu próprio mercado de carbono, e em meio a conversas entre os Estados do Acre e de São Paulo sobre possível colaboração em negociação de carbono. O Rio de Janeiro também está trabalhando com uma bolsa para ativos ambientais, incluindo créditos de carbono, a BVRio (Bolsa Verde do Rio de Janeiro).

Porém, nenhuma das iniciativas obteve resultados concretos até o presente momento, o que mostra o longo caminho a percorrer no mercado especializado em carbono. Este fato não depende só da habilidade da Bolsa em implementar facilidades e serviços para listagem e negociação de ativos ambientais, mas está intimamente ligado ao aparato regulatório e legislativo de apoio a tais iniciativas.

4.4- O VALOR DOS INDICES DE SUSTENTABILIDADE BRASILEIROS-ISE E ICO₂¹³⁷

A Bolsa brasileira possui dois índices que destacam os aspectos ambientais no mercado. O mais antigo deles é o ISE- Índice de Sustentabilidade Empresarial e o segundo é o ICO₂- Índice Carbono Eficiente. Ambos têm mostrado uma performance condizente com a maior referência do mercado brasileiro, o IBOVESPA, e em geral tem superado seu desempenho. Neste item, vamos reproduzir o estudo realizado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) ¹³⁸, sobre o valor gerado pelo ISE às companhias que dele fazem parte e apresentaremos o desempenho de ambos os índices para o investimento sustentável no mercado de capitais brasileiro.

O ISE surgiu de um projeto financiado pelo *International Finance Corporation* (IFC) – braço privado do Banco Mundial e foi lançado em 2005, como já mencionamos neste capítulo, sendo o quarto índice de sustentabilidade a ser criado globalmente. Ele é composto por até 40 companhias entre as 200 companhias listadas mais líquidas da BM&FBOVESPA¹³⁹. A adesão é voluntária, mas implica na resposta a um questionário com base no conceito de *Triple Bottom Line*, que considera as esferas econômica, social e ambiental, já abordado no primeiro capítulo deste trabalho. O questionário avalia sete dimensões, entre elas: natureza do produto; governança corporativa; aspectos gerais (como compromissos com a transparência e combate à corrupção); social; econômico-financeiro; ambiental e o mais novo incluído em 2011 mudanças

¹³⁷ Dentre alguns trabalhos de análise dos índices de sustentabilidade e em especial do ISE no Brasil tais como Rossi (2009), Dias e Barros (2008) consideramos e utilizamos o estudo mais recente da do Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (FGV- GVCes) na medida em que este aborda sete estudos nacionais e internacionais sobre o valor do índice para as empresas que compõe sua carteira e resalta os principais elementos tangíveis e intangíveis alcançados pelas empresas que se comprometem com a sustentabilidade de forma ampla e objetiva, o que é mais adequado para o nosso propósito neste item.

¹³⁸ Instituição responsável pelo desenvolvimento metodológico do Índice através do Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVCes).

¹³⁹ A liquidez é um critério básico para que os fundos e investidores sejam capazes de replicar o índice, negociando as ações individuais das empresas que o compõe. (MACEDO, et al., 2012, p.20)

climáticas.¹⁴⁰ Sua premissa para selecionar empresas, é o “screening positivo”¹⁴¹, ou seja, não há restrição de setores para composição da carteira do índice. (MACEDO et al., 2012, p.20) Porém, a dimensão do questionário “natureza do produto” força a disponibilização da informação necessária para que as empresas sejam avaliadas também neste âmbito.

O índice tem como objetivo reunir as companhias de capital aberto que estejam fortemente comprometidas com as melhores práticas em gestão empresarial e com maior alinhamento estratégico com a sustentabilidade. Acredita-se que desta forma o índice se converta em incentivo para que, cada vez mais, as companhias almejem alcançar um desenvolvimento com práticas mais sustentáveis não só do ponto de vista econômico e ambiental, mas incluindo aspectos sociais e de responsabilidade corporativa. (MACEDO et al., 2012, p.6)

O ISE poderia então ser entendido como um dos instrumentos indutores do mercado de Investimento Sustentável e Responsável no Brasil. Uma das formas de cumprir esse papel é o estímulo à criação de fundos de investimento responsável que utilizem o ISE como benchmark. Hoje já existe um fundo de índice, ETF¹⁴² (Exchange Traded Fund) que replica a carteira e o desempenho do ISE, sendo um dos mais populares produtos referenciados no índice brasileiro de sustentabilidade empresarial. O ETF do ISE, gerenciado pelo Banco Itaú S/A foi lançado em 2011 e acumula um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 33.049.553 em agosto de 2013 (R\$ 10.852.094,69 em novembro 2012).¹⁴³

A BM&FBOVESPA é a responsável pelo cálculo e pela manutenção técnica do índice, garantindo a transparência do processo de construção e seleção dos ativos que virão a compor a carteira anual do índice (janeiro a dezembro de cada ano). A carteira

¹⁴⁰ A metodologia do índice tem como base o questionário, porém, pressupõe a avaliação de documentos que comprovem as respostas das companhias. O questionário é revisto anualmente por meio de um processo participativo com as principais partes interessadas do índice. As sete dimensões do questionário contam com aproximadamente 30 critérios e 70 indicadores, com um total de 180 questões. O mesmo peso (100) é atribuído a cada uma das sete dimensões e os pesos desses critérios são definidos pela relevância do tema no contexto atual da gestão empresarial e das demandas da sociedade. (Ibid., 2012, p.21)

¹⁴¹ Diferentemente do Índice da Bolsa de Nova Iorque, o Dow Jones Sustainability Index (DJSI) ou o FTSE4Good da Bolsa de Londres que utilizam o “screening negativo” para selecionar empresas prevendo a exclusão automática de empresas de determinados setores, tais como produção de armas e tabaco.

¹⁴² O ETF é um tipo de investimento que busca replicar o desempenho de índices do mercado acionário e permite ao investidor participar de diferentes empresas e segmentos do mercado, sem precisar administrá-las e acompanhá-las individualmente

¹⁴³ Esses valores podem ser encontrados no site do Banco Itaú: <https://ww93.itaubr.com.br/itnow-pt/etfs-it-now/it-now-ise/> Acesso agosto 2013

do ISE 2013/2014 conta com 37 companhias listadas, representando 16 setores da economia e com uma capitalização de mercado de R\$ 1,072 trilhões de reais (44,8% do total capitalizado pelo mercado de ações da BM&FBOVESPA).¹⁴⁴

Além das características já apresentadas, o ISE possui a peculiaridade de induzir às empresas a publicarem suas respostas de forma voluntária para o público em geral. Em 2011, a BM&FBOVESPA incluiu no questionário do ISE uma pergunta que autoriza, ou não, a Bolsa a publicar no site do índice as respostas das companhias que irão compor sua carteira. As primeiras respostas foram divulgadas em 2012 por oito companhias. Já em 2013 o número foi quase o dobro, sendo 14 empresas que disponibilizaram suas informações.¹⁴⁵

De acordo com Biderman, Brito e Monzoni (2006), o ISE busca, desta forma, “detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade (...)”. (BIDERMAN; BRITO; MONZONI, apud, MACEDO et al., 2012, p.6)

Após termos apresentado as características gerais do ISE, faremos uma breve consideração sobre o valor que o índice traz ao mercado brasileiro e às empresas que o compõem. Para isso, seguiremos as principais conclusões do estudo realizado pela FGV que reuniu alguns trabalhos acadêmicos e de mercado, tanto nacionais como internacionais, a fim de ressaltar a importância do ISE.

O ISE pode ser entendido no contexto global do investimento sustentável. Investimento este que foi analisado pelo estudo conjunto realizado pela “European Sustainable Investment Forum” (Eurosif), na Europa, e pelo “Massachusetts Institute of Technology” (MIT), nos Estados Unidos da América, na pesquisa “Sustainability Nears a Tipping Point” e pelos relatórios do PRI. Estes, dimensionam um crescimento de 22% nos EUA (2009-2012) para o investimento responsável e 486% se for mensurado desde 1995. Sendo que esse tipo de investimento representa, nos dias atuais, 11,3% do total de ativos sob administração nos EUA. (MACEDO et al., 2012, p.7)

¹⁴⁴ A carteira de 2013 vigora de 07 de janeiro de 2013 a 03 de janeiro de 2014. E contém 51 ações de 37 companhias.

¹⁴⁵ As oito primeiras empresas a divulgar suas respostas foram: AES Tietê, AES Eletropaulo, Banco do Brasil, BICBanco, CCR, COELCE, EDP e Natura. Em 2013 divulgaram além destas: CEMIG, Eletrobrás, Light, Sul América, WEG e Vale do Rio Doce, fato que evidentemente mostrou uma evolução na percepção das empresas sobre a importância de disponibilizar tais informações aos seus stakeholders.

Como já exploramos no terceiro capítulo deste trabalho, os investidores institucionais são os principais agentes da crescente demanda por instrumentos do mercado financeiro que permitam a alocação de portfólios e que através de métricas objetivas possam administrar riscos olhando para fatores de ESG de forma clara, como é o caso dos índices de sustentabilidade.

A pesquisa da FGV aponta que existem oito fundos de investimento sustentável e responsável no Brasil (Tabela 3), sendo sete deles lançados após a criação do ISE. O que evidencia a contribuição de tal iniciativa para o mercado de capitais brasileiro seguindo o desenvolvimento sustentável. O total investido nesses fundos brasileiro soma mais de R\$ 800 milhões com um crescimento de 68% do patrimônio líquido após a criação do ISE em 2005. (MACEDO et al., 2012, p.23)

Fundo	Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	Administrador
BB TOP ACOES INDICE SUSTENTAB EMPRES FIA	R\$ 20,846	Banco do Brasil
BRADERCO FIA INDICE SUST EMPRESARIAL	R\$ 61,954	Bradesco
HSBC FICFI DE ACOES SUSTENTABILIDADE	R\$ 38,901	HSBC
CAIXA FI ACOES ISE	R\$ 6,485	Caixa
FIA VOT SUSTENTABILIDADE	R\$ 21,027	Votorantim Asset
SANTANDER FI ETHICAL II ACOES	R\$ 326, 812	Santander
ITAU EXCELENCIA SOCIAL ACOES FI	R\$ 252,771	Itau
LM MASTER SUSTENT EMPRESARIAL FIA	R\$ 72,573	Legg Mason Western Asset
TOTAL	R\$ 801,373	

Tabela 3- Fundos de investimento brasileiros baseados no ISE

Fonte: Adaptado de ANBIMA, 2012 apud MACEDO et.al. 2012

Com o objetivo de entender como o ISE contribui para o investimento responsável, a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) realizou em 2012, em parceria com o PRI, um estudo consolidado com a informação de doze fundos de pensão que representavam, em 2012, 45% das entidades de pensão no Brasil e mais de R\$ 260 bilhões sob gestão, a fim de investigar como estes consideravam a dimensão socioambiental em seus

investimentos.¹⁴⁶ Um dos resultados mais importantes foi o de que: “(...) o nível de profundidade das informações socioambientais solicitadas às empresas pelos Fundos é superior em comparação ao exigido pelo questionário ISE em apenas 25% das Instituições consultadas” (MACEDO et al., 2012, p.25)

O que nos leva a inferir que as empresas da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA encontram-se aptas a cumprir com as respostas demandadas pelo mercado financeiro, investidores institucionais e outros stakeholders e que estes encontram no questionário do ISE um apoio para suas decisões de investimento responsável no Brasil. As instituições financeiras compõe 17% da carteira de 2013 do índice o que ressalta a crescente incorporação das questões da sustentabilidade e riscos ambientais por parte do setor bancário. Nesse sentido, o questionário do ISE inclui um grupo de perguntas específicas para as instituições financeiras englobando os Princípios do Equador¹⁴⁷ a fim de avaliar aquelas instituições signatárias e o nível de incorporação de práticas socioambientais em suas atividades. (MONZONI, 2006 apud MARQUES, 2006).

Em março de 2013 a BM&FBOVESPA anunciou ainda que passará a monitorar de forma sistemática as notícias sobre as companhias que participam do ISE. De modo que quaisquer acontecimentos julgados críticos e relevantes seriam classificados de acordo com níveis de gravidade (leve, média, grave, gravíssimo). Após a identificação, cada caso, será levado ao Conselho Deliberativo do ISE para análise cuidadosa.

Transitando pelas questões socioambientais e de fomento do investimento sustentável, deve-se destacar as preocupações com as mudanças climáticas e o aquecimento global. Neste âmbito, a BM&FBOVESPA instituiu em 2010 o Índice

¹⁴⁶ Depoimentos destes fundos foram explicitados no estudo da FGV de 2012, os quais acreditamos serem pertinentes como nota ilustrativa da crescente importância deste assunto para os investidores. A Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) mencionou que “nos investimentos de longo prazo, onde a busca é direcionada para a sustentabilidade da empresa, aspectos de ESG são extremamente relevantes”. Já a PREVI afirmou que “os investidores parecem estar subestimando o impacto da sustentabilidade nas empresas brasileiras, sobretudo, naquelas mais diretamente expostas à competição externa”. (MACEDO, et al, 2012, p.27)

¹⁴⁷ Conjunto de políticas e diretrizes (salvaguardas) a serem observadas na análise de projetos de investimento da modalidade *project finance* de valor igual ou superior a US\$ 10 milhões. Tendo por base critérios estabelecidos pelo International Finance Corporation (IFC) em 2005 e revisados em 2006, as salvaguardas versam sobre avaliações ambientais; proteção a habitats naturais; gerenciamento de pragas; segurança de barragens; populações indígenas; reassentamento involuntário de populações; propriedade cultural; trabalho infantil, forçado ou escravo; projetos em águas internacionais e saúde e segurança no trabalho.

Carbono Eficiente, o ICO_2 ¹⁴⁸ em conjunto com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com o lançamento do primeiro portfólio na COP 16 em Cancun no ano seguinte.

Ao contrário do ISE, que considera as 200 companhias mais líquidas da BM&FBOVESPA, o ICO_2 é composto pelas ações das empresas que compõem o índice IBRX-50¹⁴⁹, que, voluntariamente, aceitam participar do ICO_2 . Para tanto, elas devem adotar práticas transparentes com relação à eficiência na mitigação de suas emissões de gases efeito estufa (GEE), consideração que é levada em conta juntamente com o seu *free float* (total de ações em circulação).

Com o objetivo de incentivar as empresas emissoras das ações mais negociadas a aferir, divulgar e monitorar suas emissões de GEE, o ICO_2 alcançou certa efetividade. Subiu de 30% para 70% o número de companhias do IBRX-50 que reportam os dados de suas emissões de GEEs¹⁵⁰.

Seu desempenho também vem se mostrando superior ao do IBOVESPA e do próprio IBRX-50. Apesar de os estudos de avaliação do ICO_2 como instrumento de investimento responsável serem escassos, sua performance evidencia a importância e o retorno superior alcançado pelas companhias comprometidas com as questões das mudanças climáticas através da busca pela eficiência em emissão de GEEs. O Gráfico 7, à frente, ilustra essa evolução.

De forma semelhante à situação na Europa e nos Estados Unidos, durante a crise de 2008, as ações de ISR no Brasil se valorizaram, sob a forma dos Índices ICO_2 e ISE, em relação ao IBOVESPA e ao IBRX-50 (Gráficos 15 e 16). Este desempenho pode ser atribuído ao aumento de demanda dos investidores, que reconheceram o seu menor risco, tanto do ponto de vista ambiental e social, como financeiro. (MACEDO et al., 2012, p.14)

¹⁴⁸ A metodologia completa pode ser encontrada no site da BM&FBOVESPA: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/ICO2.pdf> acesso agosto 2013

¹⁴⁹ O índice IBRX-50 é composto pelos 50 papéis mais líquidos da BM&FBOVESPA. integram a carteira do IBRX-50 as ações que sejam uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade apurados nos doze meses anteriores à reavaliação; tenha sido negociada em pelo menos 80% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira. Metodologia completa em : <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IBRX50.pdf> acesso Agosto 2013

¹⁵⁰ Essas informações foram obtidas da análise feita pela própria BM&FBOVESPA na ocasião do lançamento do Índice Carbono Eficiente. .

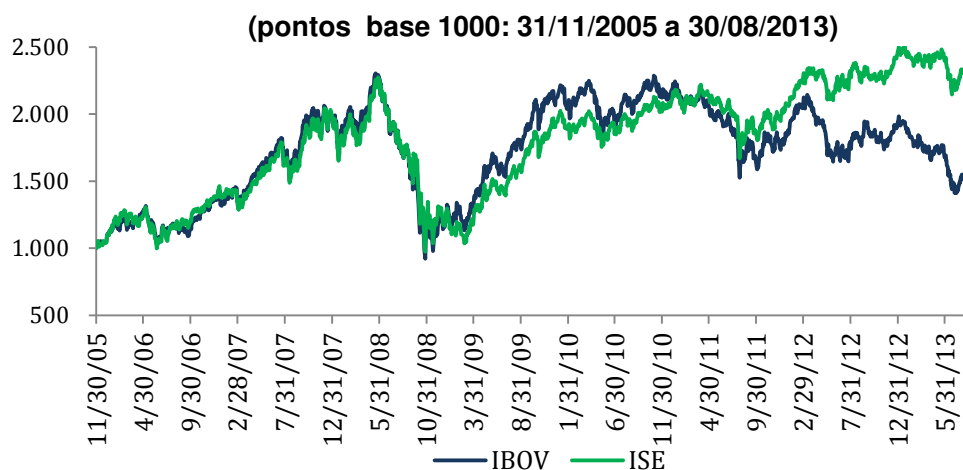


Gráfico 15- Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) comparado ao Ibovespa

Fonte: Elaboração própria a partir de BM&FBOVESPA, 2013a

Importante destacar ainda, a crescente alocação de capital baseada na performance não financeira das empresas por parte dos Fundos ISR que vão de encontro com os princípios do PRI e estimulam o olhar do mercado aos indicadores de sustentabilidade empresarial.

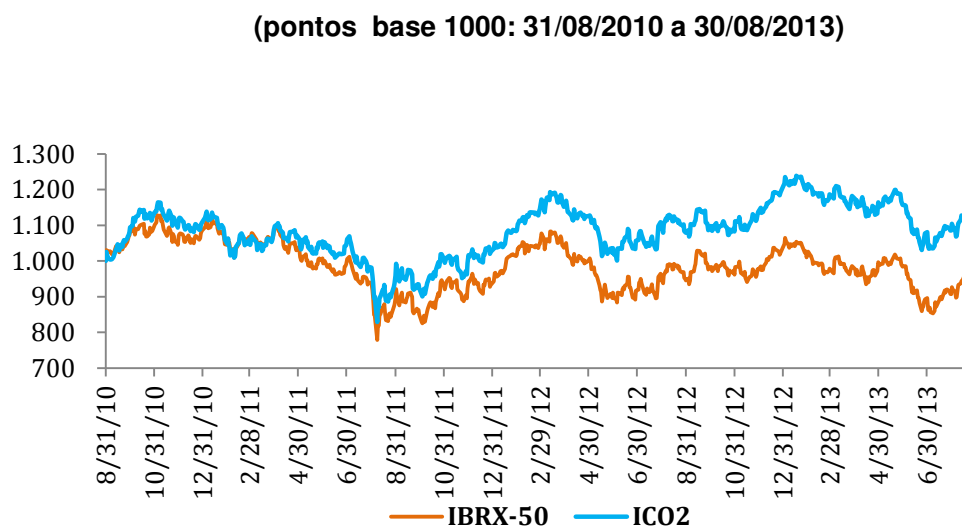


Gráfico 16- Desempenho do Índice Carbono Eficiente (ICo₂) comparado ao IBRX-50

Fonte: Fonte: Elaboração própria a partir de BM&FBOVESPA, 2013a

Por fim, após analisar brevemente as principais atribuições do ISE e do ICO₂ enquanto ferramentas de estímulo ao investimento sustentável no Brasil, pode-se indicar seu duplo papel fundamental, agregando valores tangíveis e intangíveis tanto aos investidores que nele investem, quanto às companhias que dele fazem parte. Apenas o principal papel como referencial de mercado já cumpre a função básica de um índice de sustentabilidade, porém, tanto o ISE, como o ICO₂ contribuem desempenhando ainda o papel de fonte de informações detalhadas e de indicadores do compromisso das companhias listadas de forma objetiva e metodologicamente adequada para seleção das mesmas.

O ISE além de estimular as empresas a aumentarem a transparência de suas informações e a adotarem cada vez mais a dimensão ambiental das mudanças climáticas e a dimensão social em suas atividades é a referência brasileira para o compromisso do mercado de capitais com o desenvolvimento sustentável. O ICO₂ ressalta a importância das mudanças climáticas e procura fomentar a mensuração e a busca pela eficiência na emissão dos GEEs por parte das empresas mais líquidas do mercado brasileiro. Por fim, cabe destacar mais uma vez o valor agregado tangível, quantitativo, de rentabilidade da carteira do ISE que tem se mostrado maior que a do maior *benchmark* do mercado brasileiro, o Ibovespa, de 2005 a 2013. (MACEDO et al., 2012, p.26).

4.5- REPORTE DE INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS POR COMPANHIAS LISTADAS – A INICIATIVA “RELATE OU EXPLIQUE”

Tendo abordado o mercado de carbono brasileiro e os índices de sustentabilidade criados pela BM&FBOVESPA, vamos analisar a principal iniciativa de reporte de informações no mercado de capitais brasileiro. Conforme destacamos no capítulo anterior, a BM&FBOVESPA possui papel indutor das empresas listadas em sua plataforma no que toca as questões de governança corporativa e das práticas responsáveis social e ambientalmente. Parte deste esforço começou em 2010 com a criação do Novo Mercado e dos níveis de governança corporativa (Nível 1 e Nível 2). Em 2011, a Bolsa ainda lançou o guia “Novo Valor” com a finalidade de orientar as

empresas listadas na definição dos treze passos essenciais para incorporar a sustentabilidade em seus negócios e agregar valor às suas ações corporativas.

Porém, foi em 2012 que a questão da sustentabilidade ficou evidente nesta função de indutora de mercado da Bolsa brasileira. Nesse ano, a BM&FBOVESPA passou a recomendar que as empresas listadas indicassem no Formulário de Referência, exigido como quesito para cadastro junto a CVM, se publicam Relatório de Sustentabilidade ou documento similar e o local em que se encontra disponível.¹⁵¹ Se a companhia não publica tal relatório, deve explicar ao mercado por que não o faz. Esta é uma recomendação mundial para regras de divulgação de informações não financeiras.

A prática é conhecida mundialmente como “Relate ou Explique” e foi implementada sob a forma de adesão progressiva e voluntária das companhias em reportar suas informações relacionadas a questões de ESG aos stakeholders. Ilustra sua efetividade o percentual de empresas listadas na BM&FBOVESPA que aderiu ao Relate ou Explique.¹⁵² A estatística subiu de 203 para 293 de companhias que aderiram à iniciativa entre maio de 2012 e junho de 2013 (representando 45,31% das companhias listadas, em maio de 2012, e 66,29% das companhias listadas, em junho de 2013). No total, 293 companhias já informam em seu Formulário de Referência informações relacionadas às dimensões social, ambiental e de governança corporativa ou explicam por que ainda não possuem esta prática, de acordo com uma atualização extra dos dados, realizada pela BM&FBOVESPA. São 157 as empresas que publicam informações de questões ESG (96 em maio de 2012).

O “Relate ou Explique” é importante, pois cria um ambiente de comparação entre as empresas a partir da definição de um denominador comum para as questões de ESG promovendo transparência e divulgação pública de informações. Além disso, identifica questões importantes no reporte das companhias estimulando a melhor governança corporativa e flexibilidade para a administração das companhias em relatar suas práticas e seus impactos. (UNEP, 2013)

A contribuição da Bolsa brasileira, neste sentido, é reconhecida internacionalmente ao lado de bolsas como a JSE que adotou, em 2010, a publicação

¹⁵¹ As empresas devem indicar essas informações no item 7.8 do formulário que se refere a “descrição das relações de longo prazo relevantes da companhia que não figurem em outra parte deste formulário”.

¹⁵² A lista completa de empresas que publicam seu relatório pode ser encontrada no site da BM&FBOVESPA: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Lista-empresas-sustentabilidade.pdf> Acesso setembro 2013

de relatórios de sustentabilidade por empresas de capital aberto como critério de listagem, ou a obrigatoriedade na França, na Dinamarca e para empresas estatais na Suécia. Na França, desde Dezembro de 2011, as empresas listadas na NYSE Euronext de Paris devem cumprir com a Legislação “Grenelle II Legislation” que requer que todas as companhias listadas reportem informações de ESG relacionadas a 42 fatores definidos por regulação. Na Dinamarca, o “Financial Statements Act” de 2008 instituiu o requerimento de publicação de questões de Responsabilidade Social Corporativa pelas grandes companhias dinamarquesas. (UNEP, 2013)

Porém, a BM&FBOVESPA não estipula quais indicadores, iniciativas ou impactos as empresas deveriam reportar em seu formulário de referência, o que tem sido criticado, não só no Brasil, mas em outros países que, apesar de implementarem o “relate ou explique”, não fornecem orientação suficiente para que as companhias reportem suas ações. Exemplos são a Bolsa da Malásia com seu “CSR Framework” e a Bolsa de Londres, LSE. (VERDANTIX, 2012, p.7)

Vale, portanto, sem deixar de lembrar os desafios e oportunidades que ainda se mostram presentes à atividade das bolsas e que foram apresentados no capítulo terceiro deste trabalho, reforçar o papel crescente das bolsas como formadoras de mercado e indutoras das melhores práticas de governança e questões da responsabilidade social corporativa em fomentar o investimento sustentável e a preocupação com o desenvolvimento sustentável.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo realizado teve como objetivo apresentar e analisar as iniciativas das principais bolsas de valores no mundo e da BM&FBOVESPA no Brasil, pioneira e benchmark mundial para questões sociais e ambientais, na promoção do desenvolvimento sustentável. Estudar a função econômica das bolsas de valores e seu papel nas questões da sustentabilidade é importante para entendermos por que algumas delas estão à frente com iniciativas sustentáveis e promovendo mercados responsáveis servindo de base para estimular uma economia mais verde no longo prazo.

Frente à necessidade de se alcançar uma trajetória de desenvolvimento sustentável, pudemos observar a estrutura do mercado financeiro e de capitais e sua relevância para a alocação de recursos financeiros para o funcionamento do sistema econômico, tanto na esfera produtiva quanto na esfera financeira. O capital financeiro só será ambientalmente “amigável” se a estrutura de incentivos e de nichos de mercado for adequada ao desenvolvimento sustentável, o que inclui o papel da regulação tanto de comando e controle quanto de incentivos econômicos e ações voluntárias que viabilizem o investimento sustentável no mercado financeiro e de capitais.

Nesse contexto, buscamos destacar as funções econômicas das bolsas de valores e sua contribuição ao fomento de padrões e produtos de investimento sustentável. Sabemos que cada mercado deve ser entendido em seu contexto peculiar, e neste estudo procuramos apresentar como as bolsas estão, em linhas gerais, fomentando o mercado de investimento sustentável a partir da análise de estratégias de negócio entre as bolsas membros da Federação Mundial de Bolsas (WFE).

Tratamos, ainda, da crescente incorporação de fatores de responsabilidade social, ambiental e governança corporativa (ESG, na sigla em inglês) na alocação de portfólios de investimento por parte de investidores, tal como os institucionais, e a preocupação das empresas de capital aberto em adotar a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) como valor reputacional, oportunidade de negócio e comprometimento com *stakeholders*. Importantes agentes do sistema econômico como investidores, bancos, reguladores e empresas encontram nas bolsas de valores o lugar

comum em que avaliam seus investimentos e balizam suas decisões. Assim, as bolsas possuem papel crucial em garantir a qualidade do mercado de capitais estimulando a divulgação de informações, adoção de melhores práticas e criação de produtos especializados para o investimento sustentável e responsável.

A bolsa como formadora de mercado estimula as empresas a refletirem e adotarem práticas sustentáveis já que a RSC e as questões climáticas são definidoras de negócios e contestam a legitimidade atribuída pelos investidores e pela sociedade civil às ações das companhias. Deve-se destacar que, nos dias atuais, algumas bolsas são também companhias de capital aberto preocupadas com as questões de governança corporativa e responsabilidade sócio-ambiental. Desse modo, as bolsas podem estimular a preocupação com questões de ESG como modelo para as companhias listadas que compõe a capitalização do mercado em que operam.

Os três modos principais de atuação das bolsas são fundamentais para delinear a contribuição de tais instituições para o desenvolvimento sustentável. O primeiro modo com as iniciativas de estímulo ao reporte de informações não financeiras (ESG), tais como relatórios de sustentabilidade voluntários, guias de publicação de informações, imposição de regras de listagem que englobem fatores socioambientais, e iniciativas como o “relate ou explique” que ambas as bolsas do Brasil e da África do Sul implementaram com êxito e reconhecimento mundial. O segundo com o desenvolvimento de índices de sustentabilidade que possibilitam a criação de produtos derivados como fundos de índices (ETFs verdes) entre outros e que se difundiu em praticamente todos os mercados globalmente seguindo a tendência difundida pelo *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) em 1999 e seguida pela JSE em 2004 com o JSE Socially Responsible Investment (SRI) e pela BM&FBOVESPA em 2005 com o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). E por fim, com criação dos mercados de carbono, de ativos ambientais e de tecnologia limpa que foram iniciativas específicas de cada mercado nacional de acordo com a regulação específica e iniciativas das bolsas locais.

Porém, os desafios enfrentados pelas bolsas como parte da solução em direção à sustentabilidade global são muitos. Considerando seu papel de influenciadores de mercado e plataformas reguladas de negociação de ativos para compradores e

vendedores elas podem efetivamente fomentar a percepção ambiental e práticas sustentáveis por parte dos investidores e companhias listadas. Entretanto, há barreiras e limites para que o mercado financeiro adote o investimento sustentável em sua agenda de forma plena e prioritária. Um exemplo disso é a necessidade de categorização do investimento sustentável em indicadores padronizados de ESG. Tarefa desafiadora já que as práticas de governança relacionadas às questões sociais e ambientais não são facilmente mensuradas. É importante que todas as empresas adotem a divulgação de informações não financeiras de forma que os dados por elas coletados e disponibilizados não sejam somente dados superficiais e com materialidade limitada.¹⁵³

O papel crucial das bolsas de valores, nessa questão, seria de estimular as companhias e orientá-las a publicarem informações relevantes e com embasamento quantitativo para que as questões de longo-prazo sejam explicitadas ao mercado.¹⁵⁴ Além disso, as bolsas precisam desenvolver mecanismos de medição que consigam diferenciar as questões de ESG entre as diferentes indústrias a fim de identificar os potenciais riscos através dos impactos socioeconômicos e ambientais que cada setor possa apresentar, apesar das ações responsáveis adotadas por cada companhia. Ainda, a visão de curto prazo predominante entre os investidores e participantes dos mercados financeiros constitui uma barreira à difusão das preocupações de ESG dado que elas são evidentes e muitas vezes impactantes somente no longo e até longuíssimo prazo.

Com este estudo, podemos afirmar que as bolsas e reguladores deveriam seguir exemplos pioneiros como da BM&FBOVESPA e da Bolsa de Johannesburg (JSE) que se tornaram signatárias do PRI e implementaram iniciativas importantes para o fomento da sustentabilidade em seus mercados.¹⁵⁵ Além disso, as bolsas asiáticas lideram ações de fomento de publicação de informações não financeiras e regras de listagem

¹⁵³ Um exemplo são as companhias do setor de energia sustentável (energia solar, energia eólica, etc.), as quais não são, necessariamente, empresas consideradas “verdes” ou “sustentáveis” pelo simples fato de fazer parte desse setor. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2010, p.17)

¹⁵⁴ Os investidores e empresas tem papel crucial em auxiliar, através do dialogo com as bolsas, a identificar informações relevantes à alocação de investimento sustentável.

¹⁵⁵ A SSE sugeriu em seu relatório de 2012 que o PRI considerasse a formação de um Grupo de Trabalho de Bolsas de Valores e uma plataforma onde os reguladores e formuladores de política pudessem colaborar com as bolsas e investidores de forma multilateral no desenvolvimento de um mercado de capitais sustentável. (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012).

dado a força política que seus reguladores exercem no mercado financeiro e de capitais, fato que merece atenção em estudos posteriores.

Nesse sentido, retomando a ideia de Polanyi (1944) da autorregulação como sendo um “contramovimento” do mercado através do qual reage às pressões da sociedade referentes a questões ambientais e sociais, podemos inferir que os mecanismos de mercado não são capazes de implementar sozinhos regras e padrões que respondam às questões ambientais em sua totalidade por serem estruturas “míopes”¹⁵⁶. Sendo assim, é importante que os formuladores de política apoiem as iniciativas desenvolvidas pelas bolsas e promovam o cumprimento das regras estabelecidas nos mercados de capitais relativas às práticas sustentáveis.

Os formuladores de políticas e órgãos reguladores nacionais precisam desenvolver um aparato político internacional, seja de forma “relate ou explique” ou outra forma, para engajar as companhias listadas e requerer que estas publiquem informações consistentes de fatores ESG. Ainda, o diálogo das bolsas com as companhias listadas acerca da divulgação de informações ESG deve ser adotado com o objetivo de estabelecer uma rotina de engajamento e adoção de sistemas de reporte reconhecidos internacionalmente com padrões claros no ambiente de bolsas.

O desenvolvimento sustentável como um “caminho do meio” a ser seguido deve constituir uma transição para uma economia verde com uma combinação de políticas e instrumentos econômicos. O setor financeiro pode financiar essa transição se amparado por políticas complementares e mecanismos como as diversas iniciativas das bolsas de valores apresentadas neste trabalho. O mercado financeiro e de capitais, em sua principal função de intermediador de recursos para financiar o sistema produtivo e direcionador da alocação de capitais, precisa incorporar as preocupações ambientais e de sobrevivência na Terra para que a economia reconheça a importância dos limites ecológicos e seu impacto sobre as atividades do sistema capitalista.

Além disso, o discurso ambientalista terá mais força se incorporar o mercado como instrumento de alocação e importante estrutura de incentivos e nichos de mercado que possam induzir cada vez mais a alocação do capital financeiro a investimentos sustentáveis. Porém, não se pode ignorar os desafios que ainda existem

¹⁵⁶ Seguindo a caracterização feita por Tosini (2013, p.263)

para a implementação de ações sustentáveis por parte das bolsas no mundo. Desafios que se referem ao fato de existir, muitas vezes, conflito de interesse na estratégia das bolsas por serem companhias listadas e com fins lucrativos e que precisam cumprir com as regras estabelecidas em seu próprio mercado e que ao estabelecerem regras de sustentabilidade podem gerar custos adicionais no curto prazo para si mesmas e até limitar as suas receitas. Desse modo, a relação com os reguladores, que possuem papel crucial na definição de padrões e regras, é crucial para que sejam formalizadas práticas e recomendações em prol da sustentabilidade em cada mercado nacional.

Se pensarmos, então, na reforma estrutural e institucional que deve acontecer para que o sistema se adapte às novas tendências da “economia verde”, devemos contar não só com o apoio da iniciativa pública, mas, também, com as instituições e empresas privadas que aos poucos vêm mostrando em seus balancetes a preocupação com as questões e custos ambientais. O desenvolvimento sustentável e as mudanças climáticas já cumprem um papel fundamental na competitividade empresarial através dos riscos de imagem e reputação, riscos operacionais com a degradação ambiental e adição de valor às ações das companhias. Como exemplo dessa tendência, com as emissões dos gases de efeito estufa, crescentemente monitoradas, reguladas e precificadas, as empresas que persistirem no tratamento da mudança climática apenas como tema somente de responsabilidade social estarão sob risco.

Mas há que se considerar que, por maiores que pareçam as dificuldades de coordenação global e os obstáculos frente à difusão dos investimentos sustentáveis no mercado financeiro e de capitais, a pressão econômica e social derivada da ideia de desenvolvimento sustentável impulsionou o crescente processo de adaptação da vida humana e do sistema econômico na mitigação e diminuição do risco ambiental. O mercado e os instrumentos de incentivo econômico criados para a operacionalização de uma economia sustentável são fundamentais para que o sistema produtivo alcance efetividade na alocação de recursos dada uma escala sustentável que deve ser previamente definida com critérios de justiça e ética.

A Economia tem feito grande esforço em estudar o mercado, as estruturas sociais e as construções humanas frente às pressões e condições variadas de dificuldade, sejam elas produtivas financeiras ou monetárias, particularmente em

períodos de crise. A preocupação ambiental é atualmente vista sob a perspectiva de uma crise, e vai muito além da preocupação dos ambientalistas. Todas as Ciências seja a Física, a Biologia, a Sociologia, a Filosofia, a História, a Matemática, a Astronomia, o Direito ou a Economia, colocam a necessidade de uma reflexão aprofundada sobre o mercado e sobre o processo de integração do homem com a natureza que, superando a separação da Ecologia e da Economia, avance no entendimento de que tudo é natureza, inclusive a sociedade humana com suas produções tecnológicas, materiais e espirituais.

Assim, este estudo procurou ser um “caminho do meio” analisando as principais contribuições do mercado financeiro e de capitais sob a égide da atuação das bolsas de valores no mundo como instituições que podem contribuir ao fomento do investimento sustentável e das melhores práticas de RSC. Novos estudos podem ser desenvolvidos nessa área a fim de contribuir com as discussões sobre o tema para uma avaliação: (i) da efetividade das iniciativas internacionais de bolsas de valores; (ii) da percepção de valor por parte dos investidores quando avaliam as oportunidades de alocar seu capital para investimentos sustentáveis e responsáveis de longo prazo; (iii) das propostas de padrões regulatórios e de mercado que possam fomentar a sustentabilidade no mercado financeiro e de capitais.

Portanto, não podemos deixar que a cegueira sobre as possibilidades futuras de formas sustentáveis de organização econômica e social nos deixem na inércia ou justifiquem um otimismo falso de crescimento infinito. As incertezas só poderão diminuir com o aperfeiçoamento das Ciências, inclusive da Economia, e com a construção de aparatos institucionais complementares ao sistema econômico voltadas à solução dos problemas do nosso tempo. Os mecanismos de mercado não teriam capacidade de proteger a Humanidade de crises e catástrofes ecológicas e ambientais, mas podem mitigar e otimizar recursos no presente, principalmente se combinados com regulamentações e políticas sociais complementares que almejem uma sociedade mais consciente e eticamente preocupada com as questões da vida humana em seu *habitat*. As bolsas antecipam algumas dessas medidas e estipulam regras, produtos e nichos de mercado apoiadas por um ambiente institucional e regulatório que possa criar uma nova cultura de investimentos “verdes”.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMOVAY, R. "O discurso ambientalista [...]". In: ARNT, R.(Org.). **O que os economistas pensam sobre a sustentabilidade**. São Paulo: Editora 34, 2010.

_____. **Muito Além da Economia Verde**. São Paulo: Editora Abril. 2012.

_____. **Desenvolvimento sustentável: qual a estratégia para o Brasil?** Novos Estudos-CEBRAP, n. 87, p. 97-113, 2010.

ABRAMOVITZ, M. **Thinking about Growth**. Cambridge: Cambridge University Press 1989. Cap.12.

AGGARWALL, R. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 15, Washington, 2002.

ALTVATER, E. **O preço da riqueza**. São Paulo: Editora da Unesp, 1992.

ANBIMA. **Estatísticas. Indústria de Fundos**. 2012. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/ind-de-fundos/Pages/default.aspx> Acesso em: ago. 2013.

ARRIGHI, G. **A Ilusão do Desenvolvimento**. Petrópolis: Vozes. 1997.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2008. P.44-45.

ASX. **Carbon Price Trading Scheme**. 2013. Disponível em: http://www.asx.com.au/products/carbon_price_trading_scheme.htm Acesso em: ago. 2013.

BACARJI, Celso; MARCONDES, Adalberto. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**, 1ª Ed., São Paulo: Report, 2010.

BANCO MUNDIAL. **Market capitalization of listed companies (% of GDP)**. 2013. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>>. Acesso em: out. de 2013.

BARBIER, Edward. **Global Green New Deal: Rethinking the Economic Recovery**. United Kingdom: Cambridge University Press, 2010.

BARCELLOS, M.. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país**. Rio de Janeiro: Elsevier; 2010.

BARROS, L.; DIAS, E. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): O Impacto do Anúncio da Carteira e o Retorno ao Acionista. **Revista Brasileira Finanças**, v. 8, p. 1-29, 2008.

BENTHAM, Jeremy. **An Introduction to the Principles of Morals and Legislation**. Oxford: Clarendon Press. 1907. Library of Economics and Liberty [Online] Disponível em <http://www.econlib.org/library/Bentham/bnthPML1.html> Acesso em: 29 out. 2013.

BIDERMAN, R.; BRITO, R.; MONZONI, M. **Finanças Sustentáveis e o Caso do Índice de Sustentabilidade Empresarial**. In: IX Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, FGV-SP, 2006. SIMPOI 2006 ANAIS / PROCEEDINGS. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

BM&F. **Mercado de Carbono**. São Paulo: abr. 2007 Disponível em: http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/mbre/download/Carbono_100407_pt.pdf?idioma=pt-br. Acesso em: fev. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regras de Listagem do Novo Mercado**. São Paulo: 2000 Atualizado em fev. 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf> Acesso em: jul. 2013.

_____. **Novo Valor. Sustentabilidade nas Empresas: como começar, quem envolver e o que priorizar**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011a. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guia-de-sustentabilidade.pdf>. Acesso em: ago. 2013.

_____. **Comunicado Externo 017-2011: Ref.: Proposta de adoção ao modelo "Relate ou Explique" para Relatórios de Sustentabilidade ou Similares para Empresas Listadas**. São Paulo: 23 de dezembro de 2011b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/CE-017-2011-Relate-ou-Explique.pdf> Acesso em: ago. 2013.

_____. **Press Release: Assina acordo com Governo do Estado e CETESB**. São Paulo: 06 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2012/BMFBOVESPA-assina-acordo-com-Governo-do-Estado-e-CETESB-2012-06-06.aspx?idioma=pt-br> Acesso em: ago. 2013.

_____. **Estatísticas: índices, evolução diária**. 2013a. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp> Acesso em: out. de 2013.

_____. **Política de sustentabilidade da BM&FBOVESPA**. São Paulo: 2013b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt->

br/noticias/2013/Conselho-de-Administracao-da-BMFBOVESPA-aprova-Politica-de-Sustentabilidade-20130717.asp Acesso em: ago. 2013.

BM&FBOVESPA; FINEP; BANCO MUNDIAL. **Projeto de Fortalecimento das Instituições e Infraestrutura do Mercado de Carbono no Brasil**. São Paulo: [s.n.] nov. 2010.

BOULDING, K. E. **The economics of the coming spaceship earth**. In: Environmental quality in a growing economy. Baltimore: Resources for the Future; Johns Hopkins University Press, H. Janet Ed. 1966.

BOWEN, H. R. **Responsibility of the businessman**. New York: Harper & Row, 1953.

BRASIL. **Decreto Nº 7.343, de 26 de outubro de 2010**. Regulamenta a Lei no 12.114, de 9 de dezembro de 2009, que cria o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima - FNMC, e dá outras providências. República Federativa do Brasil. Brasília, DF. v.189, n.122. 26 out. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Decreto/D7343.htm Acesso em: mai. 2013.

_____. **Lei nº12.187, de 29 de dezembro de 2009**. Institui a Política Nacional sobre Mudança do Clima - PNMC e dá outras providências. Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF. v.188, n.121. 29 dez. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12187.htm . Acesso em maio 2013.

_____. **Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF. v.155, n.88. 7 dez. 1976 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm Acesso em: out.2013.

_____. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF. v.155 n.88. 15 de dez. 1976 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: out.2013.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?**. *Novos estud. - CEBRAP* [online]. 2010, n.86, p. 51-72. ISSN 0101-3300. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/nec/n86/n86a03.pdf> Acesso em: 28 out. 2013.

BROWN, William O.; HELLAND, Eric; SMITH, Janet Kiholm. Corporate philanthropic practices. **Journal of corporate finance**, v. 12, n. 5, p. 855-877, 2006. Disponível em: <http://www.cmc.edu/fei/papers/2006-08.pdf> Acesso em: jul.2013.

CARBON TRADE. **ERUPT: The Netherlands' CDM Programme**. 2005. Disponível em: <http://carbontradewatch.org/projects/CERUPT.doc>. Acesso em: fev. 2013.

CARNEIRO, Ricardo. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Texto pra discussão. IE/UNICAMP. N 90. Out. 1999.

CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of management review**, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

_____. Corporate social responsibility evolution of a definitional construct. **Business & society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.

_____. The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organization stakeholders. **Business Horizons**. New York: Elsevier, v. 34, n. 4, p. 39-48, 1991.

CCX. **Chicago Climate Exchange**. Em: <http://www.chicagoclimatex.com>. Acesso em: fev. 2013.

_____. **Daily Transaction Data**. Disponível em: <http://www.chicagoclimatex.com/content.jsf?id=1813> Acesso em 18 de março 2013.

CECHIN, A. D.; VEIGA, J. E. A economia ecológica e evolucionária de Georgescu-Roegen. **Revista de Economia Política**, v. 30, n. 3, p. 438-454, 2010.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. Rio de Janeiro: Xamã, 1996.

CHICK, Victoria. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. **Ensaio Fee**, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994.

CMMAD. Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento. **Nosso Futuro Comum**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1988.

COASE, Ronald. **The nature of the firm**. *Economica*. V.4, p.386-405. 1937.

COSTANZA, R., SEGURA, O., MARTINEZ-ALIER, J. (Ed.). **Getting down to earth**. Practical applications of ecological economics. ISEE/Island Press, 1996. cap. 2 e 12.

COSTANZA, R.; HART, M.; POSNER, S.; TALBERTH, J. **Beyond GDP: The need for new measures of progress. The pardee papers**, v. 4, p. 46, 2009.

CULLIS, John G.; LEWIS, Alan; WINNETT, Adrian. Paying to be good? UK ethical investments. **Kyklos**, v. 45, n. 1, p. 3-23, 1992.

CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 461**, de 23 de outubro de 2007. “Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.” Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: out. 2013.

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009**. “Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.” Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm> Acesso em: out.2013.

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Rio de Janeiro: CVM, 2013.

DALY, H. **Toward a steady- state economy**. San Francisco, CA: W.H. Freeman, 1973.

_____. **Beyond growth: the economics of sustainable development**. Boston: Beacon Press, 1996.

DALY, H. FARLEY, J. **Economia Ecológica. Princípios e Aplicações**. Lisboa: Instituto Piaget. 2004.

EIRIS. **Sustainable Stock Exchanges: improving ESG standards among listed companies**. 2010 Disponível em: <http://www.eiris.org/files/research/publications/SustainableStockExchanges2010.pdf> Acesso em: mar. 2013.

ELKINGTON, John. **Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business**., Oxford: Capstone Publishing, 1997.

EQUATOR PRINCIPLES. **The Equator Principles**. 2013. Disponível em: <http://www.equator-principles.com/index.php/the-eps> Acesso em: set. 2013.

ETHOS. INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL. **Responsabilidade social empresarial nos processos gerenciais e nas cadeias de valor**. São Paulo: Ethos, 2006.

EUROSIF. **European SRI Study**. Paris. 2012, p 13. Disponível em: <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012> Acesso em: set. 2013.

FAVARETTO, Sonia. Sostenibilidad: por amor, por dolor o por inteligencia. **Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario**. p.32-38, 2013.

FMI. **PIB mundial estimado.** 2013. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx> Acesso em: ago. 2013.

FREEMAN, R. E., GILBERT, D. R. Jr. **Business, Ethics and Society: A Critical Agenda**, Business and Society Spring, 9–17. 1992.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and freedom**. Chicago: University of Chicago Press, 1962.

GARZ, H.; VOLK, C.. **What Really Counts–The Materiality of Extra-Financial Factors**. WestLB AG, Düsseldorf, 2007.

GEORGESCU-ROEGEN, N. **The entropy law and the economic process**. Cambridge MA: Harvard University Press, 1971.

GODARD, O. A gestão integrada dos recursos naturais e do meio ambiente: conceitos, instituições e desafios de legitimação In: VIEIRA, P. F.; WEBER, J. **Gestão de Recursos Naturais Renováveis e Desenvolvimento: Novos Desafios para a Pesquisa Ambiental**. São Paulo: Cortez, 2002.

GONÇALVES, R. **Capital financeiro, bancário e industrial no Brasil**. Economia e Sociedade Campinas, (13): 179-189, dez. 1999.

GOUVELLO, C. **Estudo de Baixo Carbono para o Brasil**. Brasília: Banco Mundial, 2010.

GUTIERREZ, M. B. **O Brasil e o mercado de carbono**. Boletim Regional, Urbano, Ambiental. Brasília: IPEA, dez. 2009.

_____. “O mercado de carbono e o mecanismo de desenvolvimento limpo: a necessidade de um marco regulatório/institucional para o Brasil.” IN SALGADO, L. a H. MOTTA, R. S. **Regulação e concorrência no Brasil. Governança, incentivos e eficiência**. Rio de Janeiro: IPEA, 2007.

HAIGH, M.; HAZELTON, J. Financial markets: a tool for social responsibility? **Journal of Business Ethics**, v. 52, n. 1, p. 59-71, 2004.

HAMILTON, K. I. et.al. **State of the Voluntary Carbon Market 2007**. Washington DC: Picking Up Steam, 2007.

HAMILTON, Sally; JO, Hoje; STATMAN, Meir. Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. **Financial Analysts Journal**, p. 62-66, 1993.

HEINKEL, R.; KRAUS, A.; ZECHNER, J. The effect of green investment on corporate behavior. **Journal of financial and quantitative analysis**, Cambridge University Press: v. 36, n. 4, p. 431-450, 2001.

HICKS, John. **A theory of economic history**. Oxford University Press. 1969.

HILFERDING, R. **Finance capital**. London: Routledge and Kegan Paul, 1985.[1910] Cap.8 Disponível em: http://www.marxists.org/archive/hilferding/1910/finkap/stock_exchange Acesso em: 28 out.2013.

HOBSON, J. A. **A evolução do capitalismo moderno**. São Paulo: Nova Cultural, 1985 [1906].

IIGCC. **Global investor survey on climate change**. 3rd Annual report on actions and progress. 2013. Disponível em: http://www.iigcc.org/files/publication-files/2013_Global_Investor_Survey_Report_Final.pdf Acesso em: 30 out. 2013.

INCR. INVESTORS NETWORK ON CLIMATE RISK. **Listing Standard Drafting Committee Consultative Paper: Proposed Sustainability Disclosure Listing Standard for Global Stock Exchanges**. Abr. 2013. Disponível em: <http://www.ceres.org/resources/reports/incr-listing-standards-drafting-committee-consultation-paper-proposed-sustainability-disclosure-listing-standard-for-global-stock-exchanges/view> Acesso em: ago. 2013.

IOANNOU, I., SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations. *Best Paper Proceedings of the Academy of Management*. **Harvard Business School. Working Paper** 11-017. 2010 Disponível em: <http://ejournal.narotama.ac.id/files/THE%20IMPACT%20OF%20CORPORATE%20SOCIAL%20RESPONSIBILITY.doc> Acesso em: out.2013.

_____.The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. **Harvard Business School Research Working Paper**, n. 11-100, 2011.

IOSCO. International Organization of Securities Commission. **Issues Papers on Exchange Demutualization**. Madri: IOSCO, 2001.

JACKSON, T. **Prosperity without growth: Economics for a finite planet**. Routledge, 2011.

JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Harvard Business School Working Paper** n.58, 2001 Disponível em:http://papers.ssrn.com/abstract_id=220671 Acesso em: ago. 2013.

JSE. Johannesburg Stock Exchange **Practice Note. King III reporting in terms of the JSE Listings Requirements.** Jan. 2013. Disponível em : https://www.jse.co.za/Libraries/JSE_Listing_Requirements_-_Guidance_Letters/King_III_Reporting_in_terms_of_the_JSE_Listings_Requirements.sflb.ashx Acesso em : set. 2013.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Royal Economic Society. São Paulo: Editora Nova Cultural (Os Economistas), 1996 [1973].

KING, R. G.; LEVINE, R. Finance and growth: Schumpeter might be right. **Quarterly Journal of Economics**, v.108, 1993, p717.

KRAMER, M.; PORTER, M. Creating Shared Value: How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth. **Harvard Business Review**, v. 89, n. 1/2, p. 62-77, 2011.

KUZNETS, S. S.. **Crescimento econômico moderno. Ritmo, estrutura e difusão.** São Paulo: Nova Cultural, (Os Economistas), 1986.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. S. What works in securities laws? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 1, p. 1-32, 2006.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of economic literature**, v. 35, n. 2, p. 688-726, 1997.

LIMA, I. S., FRANCO DE LIMA, A.S., PIMENTEL, R.C. **Curso de mercado financeiros: tópicos especiais.** São Paulo: Atlas, 2006.

MACEDO, F. BARBOSA, H. CALLEGARI, I. MONZONI, M. SIMONETTI, R. **O Valor do ISE. Principais Estudos e a perspectiva dos investidores.** São Paulo: FGV-GVces, nov. 2012. Disponível em: https://www.isebvmf.com.br/arquivos/44/O_VALOR_DO_ISE.pdf Acesso em: ago. 2013.

MACKENZIE, C.; LEWIS, A.. Morals and markets: the case of ethical investing. **Business Ethics Quarterly**, p. 439-452, 1999.

MARCONDES, A. W.; BACARJI, Celso Dobes. **ISE–Sustentabilidade no Mercado de Capitais.** São Paulo: Report Editora, 2010.

MARQUES, V. L. **O sistema financeiro e os Princípios do Equador: ferramenta para a gestão socioambiental no Brasil?** Niterói: Universidade Federal Fluminense, 2006.

MARX, K. **O Capital: crítica da economia política**. Tradução Regis Barbosa e Flávio R. Kothe. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MAY, P. LUSTOSA, M. C.. VINHA, V. da.(org.). **Economia do Meio Ambiente. Teoria e Prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

MCT. MINISTÉRIO DA CIÊNCIA E TECNOLOGIA. **Protocolo de Quioto à Convenção sobre Mudança do Clima**. Convenção Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, 1997. Disponível em: <<http://www.mct.gov.br/clima/quioto/protocol.htm>>. Acesso em: fev. 2013

MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, Yale University Press. 1986.

PAIVA, N.. **Leilão de crédito de carbono fracassa na Bolsa. Valor Econômico**, São Paulo, 10 abr. 2010, Dinheiro, B10.

PELOZA, J. et al. Sustainability: How stakeholder perceptions differ from corporate reality. **California Management Review**, v. 55, n. 1, p. 74, 2012. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/10.1525/cmr.2012.55.1.74> . Acesso em: ago. 2013.

PETRAM, L. **The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700**. Amsterdam: University of Amsterdam, 2011. PHD Thesis. 2011. Disponível em: <http://www.lodewijkpetram.nl/index-eng.html> Acesso em: set. 2013.

POLANYI, Karl. **A grande transformação: as origens de nossa época**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1980 [1944].

PORTER, M. VAN DER LINDE, C. Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. **Journal of Economic Perspectives**, v9, N. 4,. P. 97-118, 1995a.

_____. Green and competitive: ending the stalemate. **Harvard Business Review**, v. 73, p. 120-134, 1995b.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. Strategy and society: the link competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, v. 84, n. 12, p. 78-92, dez. 2006.

PORTER, M.I E.; REINHARDT, F. L. A strategic approach to climate. **Harvard Business Review**, v. 85, n. 10, p. 22-26, 2007.

PRI. **Growth of the PRI Initiative**. 2013. Disponível em: <http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>. Acesso em: ago. 2013.

_____. **Report on Progress: an analysis of signatory progress and guidance on implementation.** 2011. Disponível em: http://www.unpri.org/viewer/?file=files/2011_report_on_progress.pdf Acesso em: set.2013.

QUIROGA MOSQUERA, R.. **Tributação no Mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1998.

RESPONSIBLE RESEARCH. **Sustainable Stock Exchanges: real obstacles, real opportunities.** Genebra: SSE, 2010. Disponível em: http://www.sustainalytics.com/sites/default/files/responsible_research___sustainable_stock_exchanges_2010.pdf Acesso em: ago. 2013.

_____. **Sustainable Stock Exchanges. A Report on Progress.** Genebra: SSE, 2012. Disponível em: http://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/Sustainable_Stock_Exchanges.pdf Acesso em: ago. 2013.

RI; BM&FBOVESPA. **Perfil Histórico.** 2013. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>) Acesso em: ago. 2013.

RICARDO, David. **Princípios de economia política e tributação.** Trad. Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. São Paulo: Abril Cultural, (1982 [1817]).

ROCCA, C. A. et al. **Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico: os novos desafios da Bovespa.** Trabalho realizado pela Bolsa de Valores de São Paulo. São Paulo: BOVESPA, p3 – 23,1998.

ROMEIRO, A. R. “Economia ou Economia Política da Sustentabilidade”. IN MAY, P.. LUSTOSA, M. C.. VINHA, V. da.(org.). **Economia do Meio Ambiente.** Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

_____. **Desenvolvimento sustentável: uma perspectiva econômico-ecológica.** Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n.195, out. 2011.

ROSSI, J. L. Jr. **What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index.** São Paulo: IBMEC, 2009. 17p. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1338114> Acesso em: mai. 2013.

SACHS, I. **Ecodesenvolvimento: crescer sem destruir.** São Paulo: Vértice, 1986.

_____. **Estratégias de Transição para o Século XXI -Desenvolvimento e Meio Ambiente.** São Paulo: Studio Nobel - Fundap. 1993.

_____. Prefácio; In VEIGA, J. E. da. **Desenvolvimento sustentável: o desafio do século XXI.** Rio de Janeiro: Garamond, 2ª edição, 2006.

_____. **Caminhos para o desenvolvimento sustentável.** Rio de Janeiro: Garamond, 2002.

SAMUELSON, P. A.. NORDHAUS, W. D.. **Economia.** Portugal: McGraw-Hill, 1993, p.630.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico.** Tradução de Maria Silvia Possas. São Paulo: Nova Cultural, 1997 [1911] (Série Os Economistas)

SEBI. **Board meeting press release.** Nov. 2011, Disponível em: <http://www.sebi.gov.in/sebiweb/home/detail/22104/yes/PR-SEBI-Board-meeting> National Voluntary Guidelines on Social, Environmental & Economic Responsibilities of Business Acesso em: out.2013.

SEN, A. **Desenvolvimento como Liberdade.** São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

SEROA DA MOTTA, R. **A regulação das emissões de gases de efeito estufa no Brasil.** IPEA Texto para discussão 1497. Brasília, IPEA, 2010.

SGX. **Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies.** Singapore: SGX, jun. 2011 Disponível em: http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Sustainability_Reporting_Guide_and_Policy_Statement_2011.pdf Acesso em: mar. 2013.

SILVA, M. A. R. “Economia dos Recursos Naturais”, In. MAY, P.. LUSTOSA, M. C. VINHA, V. da.(org.). **Economia do Meio Ambiente.** Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.p.34.

SOLLOW, R. M. **Growth Theory: an exposition.** Oxford University Press, 2ªed., 2000.

_____. The economics of resources or the Resources of Economics. **The American Economic Review**, v.64, n.2, mai. 1974.

SPRATT, Stephen. **Assessing the alternatives. Financing climate change mitigation and adptation in developing countries.** Stamp Out Poverty report. New economics foundation. 2009.

SSE. SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES. **The Commitment. 2009** Disponível em: <<http://www.sseinitiative.org/partner/the-commitment/>>. Acesso em: ago. 2013.

_____. SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES. **Concepts. 2012.** Disponível em: <http://www.sseinitiative.org/about/governance/> Acesso em: ago. 2013.

TOBIN, J. What is permanent endowment income?. **The American Economic Review**, v. 64, n. 2, p. 427-432, 1974.

TOSINI, M. de F. C. **Risco Ambiental para as instituições financeiras.** São Paulo: Annablume, 2007.

_____. **A Sustentabilidade Ambiental no Setor Financeiro: da autorregulação à regulação.** 2013. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico)- UNICAMP, Campinas, SP, Jun. 2013.

UNCTAD ISAR- **Best Practice Guidance on Sustainability Reporting Initiatives.** Note prepared by the UNCTAD Secretariat. Genebra: UNCTAD, ago. 2013. Disponível em: http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/ciisard67_en.pdf Acesso em: out. 2013.

UNCTAD. **The Future We Want.** Genebra: United Nations: A/RES/66/288. 2012 Disponível em: http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/66/288&Lang=E Acesso em: mar. 2013.

UNEP. **Towards a green economy: pathways to sustainable development and poverty eradication.** Nairobi: UNEP, 2011.

UNEP; GRI; KPM; Centre for Corporate Governance in Africa. **Carrots and Sticks. Sustainability reporting policies worldwide- today's best practice, tomorrow's trends.** 2013 Disponível em: <https://www.globalreporting.org/resource/library/Carrots-and-Sticks.pdf> Acesso em: set. 2013.

UNEP-FI; PRI. **Universal Ownership: why environmental externalities matter to institutional investors.** 2011. Disponível em: http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf Acesso em: set. 2013.

US SIF. **Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States.** 2012 Disponível em: http://www.ussif.org/files/Publications/12_Trends_Exec_Summary.pdf Acesso em: ago. 2013.

VEIGA, J. E. da. **Desenvolvimento sustentável: o desafio do século XXI**. Rio de Janeiro: Garamond, 2ª edição, 2006.

VERDANTIX. **Stock Exchange Benchmark on non-financial reporting rules**. Out. 2012 Disponível em: http://www.verdantix.com/index.cfm/papers/Products.Details/product_id/452/stock-exchange-benchmark-on-non-financial-reporting-rules/ Acesso em: ago.2013.

VICTOR, P.A. **Managing Without Growth: Slower by Design, Not Disaster**. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited, 2008.

WALL, Larry D. Some lessons from basic finance for effective socially responsible investing. **Economic Review**, n.80. p. 1-12, jan. 1995.

WFE. World Federation of Exchanges. **A Importância econômica das Bolsas**. Tradução Bovespa. São Paulo: BOVESPA, out. 2002. Disponível em: http://www.ussif.org/files/Publications/12_Trends_Exec_Summary.pdf Acesso em: set. 2013.

_____. World Federation of Exchanges. **Exchanges and Sustainable Investment**. 2009 Disponível em : <http://www.world-exchanges.org/sustainability/WFE-ESG.pdf> Acesso em: ago. 2013.

_____. World Federation of Exchanges. **Cost & Revenue Survey**. Paris: WFE, 2012a. Disponível em: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/2012%20Cost%20%26%20Revenue%20Survey_Final.pdf Acesso em: set. 2013.

_____. World Federation of Exchanges. **Sustainability Commitment Launched in RIO signed by stock exchanges leaders**. Focus, n.232. 2012b. Disponível em: http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_june%202012.pdf Acesso em: ago. 2013.

_____. World Federation of Exchanges. **Annual Statistics**. 2013 Disponível em: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool>. Acesso em: out. 2013.

WOOD, D. J. Corporate social performance revisited. **Academy of management review**, v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

ANEXOS

ANEXO I- Os Princípios para o Investimento Responsável das Nações Unidas (PRI)

1. Incluir as questões de ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão.
2. Atuar como proprietários ativos e incorporadores dos temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos.
3. Buscar a transparência adequada nas empresas investidas quanto às questões de ESG.
4. Promover a aceitação e a implementação dos princípios aos investidores institucionais.
5. Trabalhar juntos para reforçar nossa eficiência na implementação dos PRI.
6. Divulgar nossas atividades e progressos em relação à implementação dos PRI.

ANEXO II: Bolsas de valores que responderam à pesquisa da SSE em 2012

1. Australian Stock Exchange- ASX
2. BM&FBOVESPA
3. BME Spanish Exchanges
4. Bolsa de Santiago
5. Bolsa Mexicana de Valores
6. Bombay Stock Exchange
7. Bursa Malaysia
8. Deutsche Bourse AG
9. Hong Kong Exchanges and Clearing
10. Indonesia Stock Exchange
11. Istanbul Stock Exchange
12. Johannesburg Stock Exchange
13. Korea Exchange
14. London Stock Exchange Group
15. Moscow Interbank Currency Exchange
16. Nyse Euronext (EUA, França, Portugal, Belgica, Holanda, UK)
17. NASDAQ OMX (EUA, Dinamarca, Finlândia, Suécia e Islândia)
18. National Stock Exchange of India
19. Phillipine Stock Exchange
20. Saudi Stcok Exchange Tadawul
21. Shanghai Stock Exchange
22. Shenzhen Stcok Exchange
23. Singapore Exchange
24. SIX Swiss Exchange
25. The Stock Exchange of Thailand
26. Tokyo Stock Exchange
27. Toronto Stock Exchange

Fonte: (RESPONSIBLE RESEARCH, 2012, p. 14-17)

ANEXO III- Relação de exigências e recomendações regulatórias de Reporte de Informações Ambientais /Não-Financeiras no Brasil

- **NBC T 15 (Norma Brasileira de Contabilidade)- 2004 – Informações de Natureza Social e Ambiental:** a Demonstração de Informações de Natureza Social e Ambiental, quando elaborada (opcional), deve evidenciar os dados e as informações de natureza social e ambiental da entidade e ser divulgada como informação complementar às demonstrações contábeis (Ex.: Balanço Social iBase)
- **NBC T 3.7 (2008) – Demonstração do Valor Adicionado:** entidade, sob a forma jurídica de sociedade por ações, com capital aberto (companhias abertas) e outras entidades que a lei assim estabelecer, devem (mandatória) elaborar a DVA e apresentá-la como parte das demonstrações contábeis divulgadas ao final de cada exercício social. É recomendado, entretanto, a sua elaboração por todas as entidades que divulgam demonstrações contábeis.
- **CPC 09 (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) – Demonstração do Valor Adicionado (DVA):** referida demonstração (DVA), mandatória para as companhias abertas (conforme art. 176, v, da Lei das Sociedades por Ações, alterada pela Lei 11.638, de 2007, representa um dos elementos componentes do Balanço Social e tem por finalidade evidenciar a riqueza criada pela entidade e sua distribuição, durante determinado período, contribuindo com a composição da prestação de contas relacionada com a sustentabilidade.
- **Instrução CVM 480 (2009)-** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e estabelece mandatória a publicação, por parte das companhias abertas, o reporte da política ambiental do emissor e custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental e, se for o caso, de outras práticas ambientais, inclusive a adesão a padrões internacionais de proteção ambiental.

**NBC T 15 e 3.7 encontram-se à disposição no site do Conselho Federal de Contabilidade (www.cfc.org.br) e o CPC citado encontra-se disponível no site do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (www.cpc.org.br).*

ANEXO IV- Composição das bolsas membro da Federação Mundial de Bolsas

*Composição até mar.2013

1. Abu Dhabi Securities Exchange
2. Amman Stock Exchange
3. Athens Exchange
4. Australian Securities Exchange
5. Bermuda Stock Exchange
6. BM&FBOVESPA S.A.
7. BME Spanish Exchanges
8. Bolsa de Comercio de Buenos Aires
9. Bolsa de Comercio de Santiago
10. Bolsa de Valores de Colombia
11. Bolsa de Valores de Lima
12. Bolsa Mexicana de Valores
13. Borsa İstanbul
14. Bourse de Casablanca
15. Bourse de Luxembourg
16. BSE Limited
17. Bursa Malaysia
18. CBOE Holdings, Inc.
19. China Financial Futures Exchange
20. CME Group
21. Colombo Stock Exchange
22. Cyprus Stock Exchange
23. Dalian Commodity Exchange
24. Deutsche Börse AG
25. GreTai Securities Market
26. Hong Kong Exchanges and Clearing
27. Indonesia Stock Exchange

28. Intercontinental Exchange ICE
29. International Securities Exchange - ISE
30. Irish Stock Exchange
31. Japan Exchange Group, Inc.
32. Johannesburg Stock Exchange
33. Korea Exchange
34. London Stock Exchange Group
35. Malta Stock Exchange
36. Moscow Exchange
37. Muscat Securities Market
38. NASDAQ OMX
39. National Stock Exchange of India Limited
40. NYSE Euronext
41. Oslo Børs
42. Philippine Stock Exchange
43. Saudi Stock Exchange (Tadawul)
44. Shanghai Futures Exchange
45. Shanghai Stock Exchange
46. Shenzhen Stock Exchange
47. Singapore Exchange
48. SIX Swiss Exchange
49. Stock Exchange of Mauritius
50. Stock Exchange of Thailand
51. Taiwan Futures Exchange (TAIFEX)
52. Taiwan Stock Exchange Corp.
53. Tel-Aviv Stock Exchange
54. The Egyptian Exchange
55. TMX Group Inc.
56. Wiener Börse AG
57. Zhengzhou Commodity Exchange