

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO
CURSO DE DIREITO

Willian Vinicius Bizotto

ESG, valor e externalidades: entre o que se vê e o que não se vê

Florianópolis

2022

Willian Vinicius Bizotto

ESG, valor e externalidades: entre o que se vê e o que não se vê

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Direito do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina apresentado como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Direito. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto.

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Bizotto, Willian Vinicius

ESG, valor e externalidades : entre o que se vê e o que não se vê / Willian Vinicius Bizotto ; orientador, Orlando Celso da Silva Neto, 2022.

80 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Direito. 2. ESG, governança. 3. Valuation. 4. Dever de lealdade. 5. Externalidades sociais.. I. Silva Neto, Orlando Celso da. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Direito. III. Título.

TERMO DE APROVAÇÃO DE TCC

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “**ESG, valor e externalidades: entre o que se vê e o que não se vê**”, elaborado pelo acadêmico **Willian Vinicius Bizotto**, defendido em 05/12/2022 e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 9,5 (nove e meio), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 05 de dezembro de 2022.



Documento assinado digitalmente
Orlando Celso da Silva Neto
Data: 06/12/2022 15:34:36-0300
CPF: ***.014.309-**
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Orlando Celso da Silva Neto

Professor Orientador

Isabela M. N. Domingos

Membro de Banca



Documento assinado digitalmente
Marcela de Avellar Mascarello
Data: 06/12/2022 15:35:36-0300
CPF: ***.668.599-**
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Marcela de A. Mascarello

Membro de Banca

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno: Willian Vinicius Bizotto

Matrícula: 17200058

Título do TCC: ESG, valor e externalidades: entre o que se vê e o que não se vê

Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto

Eu, **Willian Vinicius Bizotto**, acima qualificado, venho pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria acima referido.

Florianópolis, 05 / 12 / 2022.



Documento assinado digitalmente

WILLIAN VINICIUS BIZOTTO

Data: 06/12/2022 15:03:55-0300

CPF: ***.113.519-**

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Willian Vinicius Bizotto

Dedicado a Deus e aos que guardo no coração.

Eu me oponho a todas as formas de controle; eu sou por uma economia absoluta de laissez faire, livre e não regulamentada. Eu sou pela separação do estado e da economia, assim como tivemos separação de estado e igreja, o que levou à coexistência pacífica entre diferentes religiões. (John Galt)

RESUMO

O presente trabalho analisa o desdobramento da aplicação de princípios e práticas ESG sob três perspectivas. Primeiro, verificamos se as ações socioambientais têm impacto no valor das empresas; segundo, estudamos se os administradores de dessas empresas violam seu dever de lealdade aos acionistas quando consideram os interesses de outros *stakeholders* na tomada de decisão; terceiro, abordamos os argumentos contrários ao discurso ESG da perspectiva de um agente pró social. Partindo de uma revisão bibliográfica com inferências empíricas, concluímos através do método dedutivo que as práticas socioambientais podem – mas não necessariamente irão – gerar valor para os acionistas e que a lealdade devida pelos administradores só lhes permite buscar benefícios para terceiros de forma incidental e subsidiária à maximização de valor da companhia. Por fim, concluímos que do ponto de vista de um agente pró social as externalidades geradas por políticas ESG superam os benefícios prometidos e criam uma promessa ilusória.

Palavras-chave: ESG, governança, valuation, dever de lealdade, externalidades sociais.

ABSTRACT

This paper analyzes the deployment of ESG principles and practices from three perspectives. First, we verify whether social and environmental actions have an impact on corporate value; second, we study whether managers of these companies violate their duty of loyalty to shareholders when they consider the interests of other stakeholders when making decisions; third, we address the arguments against the ESG discourse from the perspective of a pro-social agent. Starting from a literature review with empirical inferences, we conclude through the deductive method that social and environmental practices can - but will not necessarily - generate shareholder value and that the loyalty owed by managers only allows them to seek benefits for third parties incidental and subsidiary to the company's value maximization. Finally, we conclude that from a pro-social agent's perspective the externalities generated by ESG policies outweigh the promised benefits and create an illusory promise.

Keywords: ESG, governance, valuation, duty of loyalty, social externalities.

SUMÁRIO

Introdução	11
1 Surgimento e evolução da responsabilidade social	12
1.1 A emergência de riscos globais e do ESG moderno	14
1.2 Objetivo empresarial, preferência do acionista e crítica preliminar ao ESG	22
2 Acionista: um olhar para o valor.	28
2.1 Valor medido por fluxo de caixa descontado.....	30
2.2 Preço de mercado percebido pelos acionistas.....	40
2.3 Retorno ajustado ao risco e diversificação de carteiras	45
3 Acionista: desafios e responsabilidade em ESG.	48
3.1 Desafios empíricos relativos à implantação de governança ESG.	49
3.2 Conflito entre dever fiduciário e ESG em companhias abertas.	53
3.3 Especificidades relativas ao dever fiduciário em fundos.	60
3.4 Greenwashing e transparência.	61
4 Stakeholder: resultados e externalidades.	65
4.1 Impactos sobre a eficiência do mercado e consequências.	65
4.2 Sistemas dinâmicos e centralismo de decisão.....	70
4.3 Promessas ilusórias e afrouxamento de responsabilidade.	72
Conclusões.....	74
Referências	76

INTRODUÇÃO

Em recente levantamento realizado pela Bloomberg, foi apontado que os mercados globais fechariam o ano de 2022 com cerca de U\$ 41 trilhões comprometidos em investimentos sustentáveis, sendo que esse número poderá chegar aos U\$ 50 trilhões até 2025 – o que representará então cerca de um terço dos ativos sob gestão naquele ano¹.

Ao mesmo passo, pelo lado das empresas, houve um aumento expressivo no interesse em adotar – ou pelo menos aparentar adotar – práticas socioambientais atreladas ao ESG (*environmental, social, and corporate governance*), inclusive por preferências decorrentes dos financiadores demandando tais práticas e por regulações setoriais².

Nesse contexto em que a importância da discussão socioambiental está aumentando e movimentando grandes cifras de recursos surgem diversas questões atinentes, dentre as quais este trabalho busca responder as seguintes: **(1)** a adoção de práticas ESG gera valor para os acionistas? **(2)** o dever de lealdade dos administradores permite que considerem os benefícios para os *stakeholders* na tomada de decisão? **(3)** a adoção de práticas ESG por empresas gera os benefícios sociais que propõem?

Para responder a estas perguntas foi realizada uma pesquisa bibliográfica com a utilização de método dedutivo para inferir conclusões e respostas; também foram utilizados dados empíricos para verificar a adequação de tais inferências com a realidade.

Importante destacar desde já que o acrônimo ESG não é um conceito propriamente novo, mas sim um neologismo que ganhou espaço nos últimos anos para se referir a práticas bem mais antigas de responsabilidade social e que estão agora sendo repaginadas, ampliadas e recebendo um novo aporte ideológico, conforme será verificado no tópico subsequente.

¹ Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/company/press/esg-may-surpass-41-trillion-assets-in-2022-but-not-without-challenges-finds-bloomberg-intelligence/>>; consulta em: 01 de nov. de 2022.

² Disponível em: <<https://www.weforum.org/agenda/2022/11/4-ways-purpose-into-profitability/>>; consulta em 03 de nov. de 2022.

1 SURGIMENTO E EVOLUÇÃO DA RESPONSABILIDADE SOCIAL

Se é verdade que o ESG adquiriu hoje centralidade nos discursos sobre responsabilidade socioambiental, também é verdade que essa ponta de lança é resultado de um longo processo de composição histórica que está ampliando o escopo, a definição e objetivo daquilo que as empresas supostamente devem fazer para atender aos seus *stakeholders*.

Os primeiros passos em direção a isso foram dados ainda nos primórdios da organização dos mercados de capitais, com os primeiros parâmetros não financeiros de decisão remontando a grupos religiosos que evitavam determinadas indústrias em função de suas crenças; nos EUA, por exemplo, os metodistas e quakers evitavam participar de empresas que vendiam álcool, tabaco e armas. Como se nota, essa primeira perspectiva era estritamente de cunho individualista e voluntário, baseado em crenças morais e sem o uso de coerção regulatória de qualquer meio; era uma perspectiva pessoal e não institucional³.

Essa primeira forma de consideração passou a ser mais estruturada e oficializada depois da década de 1970, em especial com o aprofundamento da guerra do Vietnã e seus impactos profundos na sociedade americana. Foi nessa época que surgiram os primeiros fundos de investimento dedicados e com restrições regulamentares voltadas para o investimento socialmente responsável; tais fundos evitavam investir qualquer soma de dinheiro em empresas relacionadas com a guerra, fossem indústrias bélicas propriamente ou mesmo químicas e siderúrgicas indiretamente envolvidas. Nessa mesma década foram desenvolvidas as primeiras listas e índices de empresas socialmente responsáveis e foram elaborados os primeiros códigos de boas práticas relacionando princípios de conduta para empresas; percebe-se que aqui a lógica já começa a mudar de um cunho pessoal para uma institucionalização, onde a responsabilidade passa a ser exercida pelas empresas.

Já na década de 1980 essas medidas em parte já institucionalizadas e autorreguladas passam a ser objeto de discussões políticas, com destaque para a aprovação de lei antiapartheid nos EUA, que proibia os investimentos diretos e indiretos na África do Sul em função da segregação racial promovida por aquele país. Essas discussões políticas também levaram a formação do Painel Intergovernamental

³ Disponível em: <<https://www.morningstar.com/features/esg-investing-history>>; consulta em 03 de nov. de 2022.

sobre Mudanças Climáticas (IPCC), que passou a fazer recomendações e estudos sobre a adoção de medidas relacionadas com o meio ambiente (Amato Neto, 2022).

Nas duas décadas seguintes, entre 1990 e 2010, essas discussões são aprofundadas, com estabelecimento de diversos acordos e conferências para tratar de assuntos relacionados com o desenvolvimento sustentável – destaque para os famosos protocolos de Kyoto de 1997 e para os Princípios para o Investimento Responsável das Nações Unidas – PRI, que estabeleciam diretrizes para governos e empresas pensarem o futuro e incorporarem fatores não econômicos em seus modelos de decisão (Amato Neto, 2022).

Essas forças exógenas ecoaram também dentro das próprias empresas, que passaram a responder a esses interesses. Chiavenato (2021, pg. 377) vai justamente nessa linha, quando afirma que até não muito tempo atrás as organizações estavam voltadas exclusivamente para seus negócios, mas que em função de grupos ecológicos, movimentos de defesa de minorias, consumidores e grupos de pressão começaram a dar mais atenção aos impactos que causavam no seu ambiente e em seus *stakeholders*.

Esse movimento não foi abrupto, mas tão evolutivo quanto as pressões externas, com fases bem caracterizadas e motivações de mudanças próprias em cada momento. As três principais perspectivas que poderiam ser utilizadas para caracterizar esse desenvolvimento dentro das empresas são (1) a abordagem das obrigações legais, (2) a abordagem da responsabilidade social e (3) a abordagem da sensibilidade social (Chiavenato, 2021).

A primeira fase, de obrigação legal, seria caracterizada por um momento em que as empresas estariam dispostas a cumprir o mínimo legalmente exigido, com foco em seus esforços internos de maximização de valor (Chiavenato, 2021).

Já na segunda fase, de responsabilidade social, que surge justamente em decorrência das pressões supracitadas, a empresa deixa de ter um foco estritamente econômico e interno em suas decisões; a tomada de ação leva em conta mais do que apenas o mínimo legal exigido, preocupando-se com critérios de desempenho social. Importante destacar, contudo, que nesse momento a empresa ainda age de forma reativa aos problemas percebidos em seu ambiente (Chiavenato, 2021).

Por fim, na terceira fase, de sensibilidade social, a grande mudança é que as empresas deixam de tomar ações passivas e reativas para atuarem ativamente na sociedade, impedindo ou se antecipando aos problemas percebidos dos *stakeholders*.

Um dos impulsionadores principais desse modelo de sensibilidade social foi a agenda relativa as mudanças climáticas, que fizeram as empresas reorganizarem suas atividades em decorrência de riscos futuros (Chiavenato, 2021).



Figura 1 – níveis de sensibilidade social das empresas, in Chiavenato, 2021, pg. 378

1.1 A emergência de riscos globais e do ESG moderno

Essa virada de chave entre mitigar os impactos que produz em seu ambiente até chegar ao ponto de buscar se antecipar ativamente aos problemas das partes relacionadas é, provavelmente, uma das principais mudanças promovidas pelo ESG em relação as práticas anteriores de responsabilidade socioambiental; o ESG passa, de fato, por sensibilizar as empresas para os problemas existentes ou percebidos no mundo.

A **definição** de ESG mais simples é dada pelas próprias palavras que compõem a sigla – *environmental, social and governance*; ou seja, são as práticas promovidas com viés ambiental, social e de governança dentro da organização. Essa definição é corroborada e ampliada por João Amato Neto (2022, pg.20) quando ele afirma que o ESG é

uma estratégia de investimento que considera não apenas o cenário macroeconômico, a estratégia corporativa e os relatórios financeiros, mas também os dados não financeiros e como a empresa se posiciona de acordo

com as questões de desenvolvimento sustentável, ao avaliar os potenciais alvos para um investimento de longo prazo.

A primeira vez que o termo ESG surgiu foi em 2004, num relatório da ONU nomeado *Who Cares Wins*⁴, produzido em parceria com os maiores bancos do mundo. Esse relatório buscava consolidar as principais práticas socioambientais existentes até então, sistematizando sua aplicação e criando eixos de sinergia entre as agências da ONU e de governos do mundo com o setor privado (ONU, 2004).

Esse relatório também apresentava os dez princípios que deveriam nortear o desenvolvimento sustentável e que eram, naquela ocasião, já endossados por mais de mil e quinhentas empresas (ONU, 2004). Esses princípios abarcavam conceitos ambientais e sociais:

⁴ Disponível em: < https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf>; consulta em 04 de nov. de 2022.

U.N. Global Compact Principles

Human Rights

Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights within their sphere of influence; and

Principle 2: make sure that they are not complicit in human rights abuses.

Labour

Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;

Principle 4: the elimination of all forms of forced and compulsory labour;

Principle 5: the effective abolition of child labour; and

Principle 6: eliminate discrimination in respect of employment and occupation.

Environment

Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;

Principle 8: undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; and

Principle 9: encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies.

Anti-Corruption

Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery.*

** The Secretary-General introduced this principle at the Global Compact Leaders Summit on 24 June 2004.*

Figura 2 – dez princípios socioambientais da ONU para empresas, in ONU, 2004, pg. IX.

Como se pode perceber, esses princípios estão atrelados a direitos humanos positivos e buscam mover o pêndulo das decisões da comunidade empresarial de uma visão de reparação do dano causado pelas atividades para uma visão de precaução, onde as ações que podem causar algum dano, mesmo que futuro e incerto, devem ser evitadas (Nascimento, 2021).

O ESG está ligado, portanto, com questões atuais e emergentes; está ligado aos conceitos de desenvolvimento sustentável, responsabilidade geracional e uso dos recursos na medida da possibilidade de sua renovação (Amato Neto, 2022).

O foco do ESG, no entanto, vai bem além das mudanças climáticas, com questões sociais ganhando mais espaço a partir de 2020, com a pandemia de coronavírus que abalou o mundo e medidas de distanciamento e isolamento causando grande quebra de cadeias de suprimento. Na sociedade americana, em especial, também houve ampla repercussão sobre a morte de George Floyd e outros afro-americanos, que suscitaram diversos protestos e movimentos clamando por alguma abordagem ao que nomearam de racismo sistêmico⁵.

Tais fatos ocorridos nos últimos anos fizeram a agenda ESG ganhar tração, especialmente numa tentativa de promover o alinhamento entre os parâmetros socioambientais das empresas com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável de 2015 das Nações Unidas (ODS); esses ODS buscam dar uma visão para o desenvolvimento da humanidade até 2030 e estão relacionados nos seguintes 17 eixos que possuem interseccionalidades com aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (Amato Neto, 2022):

⁵ Disponível em: <<https://www.morningstar.com/features/esg-investing-history>>; consulta em 03 de nov. de 2022.



Figura 3 – objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU.

O impacto que o ESG vem tendo sobre as empresas, especialmente nos últimos anos, não pode ser ignorado e a comprovação disso é que a organização *Business Roundtable*, um lobby que reúne os CEOs das maiores empresas dos Estados Unidos, redesignou em 2019 sua definição de propósito empresarial, afastando a primazia dos interesses dos acionistas por uma visão baseada em todos os *stakeholders* e em uma economia que serve a todos os americanos. O comunicado da organização naquela data incluiu os seguintes comentários:

O sonho americano está vivo, mas desgastado. [...] Os principais empregadores estão investindo em seus trabalhadores e comunidades porque sabem que essa é a única maneira de obter sucesso a longo prazo. Esses princípios modernizados refletem o compromisso inabalável da comunidade empresarial de continuar a pressionar por uma economia que atenda a todos os americanos. [...] Esta nova declaração reflete melhor a maneira como as corporações podem e devem operar hoje, afirmando o papel essencial que podem desempenhar na melhoria de nossa sociedade quando os CEOs estão realmente comprometidos em atender às necessidades de todas as partes interessadas⁶.

Referido texto foi assinado por nada menos do que os CEOs dos maiores bancos de investimento, empresas de energia, de tecnologia e de alimentos da América, todos

⁶ Disponível em <<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>>; acesso em 28 de out. de 2022.

participantes do S&P500; demonstrando claramente uma mudança na perspectiva dos administradores das companhias.

Na mesma linha acima, uma carta divulgada por Larry Fink, *chairman* da Black Rock – uma das maiores gestoras de investimentos do mundo, instou os CEOs das próprias companhias investidas por seus fundos a observarem os impactos e desdobramentos sociais de seus negócios, indo além da perspectiva do acionista.

Ipsis literis:

Acreditamos que todos os investidores, juntamente com os reguladores, seguradoras e o público, precisam de uma imagem mais clara de como as empresas estão lidando com questões relacionadas com a sustentabilidade. Esses dados devem ir além das questões climáticas e se estenderem a questões sobre como cada empresa contribui, como a diversidade da sua força de trabalho, a sustentabilidade da sua cadeia de suprimentos ou como protege os dados dos seus clientes. As perspectivas de crescimento de cada empresa são indissociáveis da sua capacidade de operar de forma sustentável e servir todo o conjunto de partes interessadas.

A importância de servir as partes interessadas e integrar o propósito está se tornando cada vez mais fundamental para que as empresas entendam o seu papel na sociedade. Tal como escrevi em cartas anteriores, uma empresa não pode alcançar lucros a longo prazo sem ter um objetivo e sem considerar as necessidades de uma ampla gama de partes interessadas. Uma empresa farmacêutica que aumenta impiedosamente os preços, uma empresa de mineração que reduz a segurança, um banco que não respeita seus clientes – essas empresas podem maximizar os retornos a curto prazo. Mas, como temos visto repetidas vezes, essas ações que prejudicam a sociedade irão prejudicar a empresa e destruir o valor para os acionistas. Em contraste, um forte senso de propósito e um compromisso com as partes interessadas ajuda uma empresa a se conectar mais profundamente com seus clientes e a se ajustar às mudanças nas demandas da sociedade. Em última análise, o propósito é o motor da rentabilidade a longo prazo⁷.

Essa mudança de perspectiva se traduz, para ilustrar na prática o ponto, em considerações que ultrapassam a mera análise econômica e financeira de uma empresa, investimento ou projeto, incluindo outras métricas adicionais na decisão. O fundo de financiamento do MIT, por exemplo, investiu historicamente no segmento de óleo e gás, com parcelas significativas de seu capital atreladas a isso e produzindo bons resultados – como a própria organização admite. No entanto, nos últimos anos, a entidade passou a considerar penalizações para esse segmento, incluindo uma métrica sobre como o aumento dos gases do efeito estufa impactaria no preço das propriedades costeiras da universidade, detraindo seu possível valor e reduzindo,

⁷ Disponível em <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>>, acesso em 28 de out. de 2022.

portanto, a atratividade do investimento em óleo e gás como um todo (já que os ganhos destes não compensariam as perdas daqueles)⁸.

Ao realizar esse tipo de análise e retirar o foco da maximização de valor para seus acionistas, existem diversos elementos subjetivos que tornam, em última instância, a própria decisão de investir em uma decisão arbitrária e exposta aos conflitos de interesse dos diferentes *stakeholders*. Diz o ditado do mundo financeiro: *garbage in garbage out*; ou seja, a decisão será tão boa quanto forem acertadas as dezenas de premissas utilizadas em sua formulação e, quanto mais premissas utilizadas, mais artificial o resultado.

Essa mudança do objetivo empresarial e o afastamento da primazia do interesse do acionista não é um elemento isolado dentro do capitalismo moderno. De fato, uma ressignificação recente apregoa que o próprio capitalismo passou a ser de *stakeholders*, onde as organizações procuram criar valor a longo prazo, considerando as necessidades de todas as partes interessadas e promovendo bem-estar social⁹. Esse capitalismo de stakeholders também pode ser chamado de econômica circular. De um modo ou de outro, é inegável que o ESG assumiu centralidade nas conversas sobre o papel das empresas na sociedade. (Amato Neto, 2022).

Isso decorre em grande medida de suas **promessas**. Pesquisa de 2019 da McKinsey com mais de quinhentos executivos espalhados por todo o globo e por todos os segmentos da economia demonstrou que 57% deles acreditam que o ESG cria valor para o acionista e deste percentual, dois terços responderam que esse valor era criado em curto prazo; esses mesmos respondentes informaram que estavam dispostos a pagar até 10% a mais em empresas com práticas ESG – ou seja, pelo lado das empresas, existe uma expectativa legítima de que o seu valor irá aumentar (Koller, 2022). Ao mesmo passo, na visão da sociedade, conforme já foi destacado, o que se espera do ESG é que auxilie no alcance dos objetivos do milênio através de seus princípios e, em especial, promova a redução das emissões de carbono, torne as economias mais inclusivas e reduza as desigualdades sociais (Nascimento, 2021).

Em relação ao conjunto de **práticas** atualmente abarcadas pela agenda ESG, há uma grande variedade de conteúdos e não existe um consenso absoluto e definitivo

⁸ Disponível em <<https://mitimco.org/mits-environmental-social-and-governance-esg-investment-framework/>>; acesso em 07 de out. de 2022.

⁹ Disponível em <<https://exame.com/colonistas/francine-lemos/capitalismo-de-stakeholders-e-o-movimento-b/>> ; acesso em 28 de out. de 2022.

sobre qualquer conjunto de práticas em específico. De fato, muito assuntos diferentes foram conjugados num mesmo conceito e existem pontos considerados universalmente positivos e pontos bastante controversos. O ESG ainda escapa de uma definição mais concreta e permanece mais no campo dos princípios que devem ser aplicados pelas organizações caso a caso, sempre atentando-se para suas especificidades e riscos (Koller, 2022).

De todo modo, a título de exemplo, Amato Neto (2022) destaca que no campo ambiental estão medidas de cuidado com a geração de resíduos, o uso da água, a redução e tratamento da poluição eventualmente gerada pelo processo produtivo ou mesmo pelo uso do produto vendido etc. Essas considerações podem se estender bastante, chegando ao ponto onde a companhia escolhe mudar toda sua linha de negócios para abandonar determinados mercados – como é o caso de algumas indústrias de petróleo que passaram a investir em energias renováveis e apregoam abandonar a produção de hidrocarbonetos até 2050¹⁰.

Do aspecto social, as medidas mais comuns estão relacionadas com a saúde e segurança do trabalho, ergonomia dos produtos, fortalecimento e conhecimento da rede de fornecedores e parceiros, iniciativas de impacto social, educação interna para diversidade, processos seletivos inclusivos etc. (Amato Neto, 2022).

Já no campo da governança, são tratados com mais atenção aspectos relacionados com a estrutura de remuneração dos executivos, os direitos dos acionistas, a ética com que os negócios são conduzidos, a profissionalização da gestão, transparência na apresentação de resultados, cuidado no tratamento de dados pessoais etc. (Amato Neto, 2022).

Em conclusão, para auxiliar no entendimento da abrangência do ESG, é possível realizar um comparativo apontando as **diferenças** com a visão tradicional de responsabilidade social da empresa:

¹⁰ Algumas reportagens que ilustram esse ponto: <<https://www.udop.com.br/noticia/2021/10/27/petroleiras-aceleram-iniciativas-visando-a-transicao-energetica.html>>; <<https://www.portalsolar.com.br/blog-solar/energia-renovavel/shell-total-e-bp-desenvolvem-projetos-de-energia-renovavel.html>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

Visão ESG	Visão tradicional
Proativo ao ambiente	Reativo ao ambiente
Sensibilidade social	Legalidade social
Regulado e setorial	Voluntário e individual
Ambiente imediato e riscos futuros	Ambiente imediato da empresa
Cria a legislação	Responde a legislação
Observa todas as partes relacionadas	Centralidade do acionista
Capitalismo de stakeholder / circular	Teoria de Friedman
Foco nos riscos do mundo	Foco nos riscos da empresa

Figura 4 – comparativo entre a visão ESG e a tradicional, elaboração do autor.

Frise-se que esse comparativo não é um juízo de valor, pois cada uma dessas características pode se desdobrar de forma positiva ou negativa a depender do contexto em que é analisada.

1.2 Objetivo empresarial, preferência do acionista e crítica preliminar ao ESG

Conforme destacamos no tópico anterior, uma das principais mudanças promovidas pelo ESG está em tornar as empresas mais sensíveis aos riscos atuais e futuros de seus *stakeholders*, levando também em consideração o interesse dessas outras partes relacionadas e não apenas o interesse de seus acionistas; essa mudança não significa dizer que as empresas até então não estivessem atentas ao seu macroambiente, mas sim que a ótica segunda a qual suas operações são realizadas foi alterada.

Em *latu senso*, organizações são estruturas bastante antigas. De fato, a humanidade vem se reunindo em grupos desde muitas eras, já que em vista de suas limitações físicas, biológicas e psíquicas, além das limitações do próprio ambiente, alguns objetivos são passíveis de serem alcançados apenas através da organização coletiva de esforço do grupo e da cooperação para alguns fins determinados (Chiavenato, 2021).

De qualquer modo, este caso de trabalho grupal ainda não sustenta a forma básica de uma organização empresarial como conhecemos hoje, que é definida em sentido jurídico estrito como a atividade exercida com habitualidade, organização e fim econômico pelo empresário através da coordenação de fatores de produção – como capital, conhecimento e maquinário. Para o direito, ainda, a atividade

empresarial não se confunde nem com o empresário, nem com sua organização jurídica e tampouco com o local em que é desenvolvida (Coelho, 2010).

Em outras palavras, a atividade empresarial moderna se diferencia de outras formas de organização anteriores por assumir riscos em prol de interesses particulares, que não se confundem com os interesses coletivos; trata-se da intenção do acionista em correr riscos com seu capital para maximizar sua riqueza atendendo de forma eficiente e eficaz os livres interesses que a sociedade lhe apresenta – é sua preferência pelo lucro¹¹.

É nessa linha que vai Jesus Huerta Soto (2010) ao explicar que a empresa é sinônimo de ação, estando essa definição enraizada em seu próprio cerne histórico, já que pelo menos desde a idade média era comum se utilizar do termo *entrepreneur* como distintivo daquelas pessoas apontadas para a realização de tarefas destacadas, especialmente na guerra e nos grandes projetos da época. Assim, o conceito de empresa está bem relacionado com a intenção de realizar ações específicas e importantes, descobrindo novos fins e meios para tanto e auferindo distinção particular em função disso. Essa interpretação dada por Soto extrapola a racionalidade jurídica, que com razão busca na maioria das vezes ater-se e resolver problemas concretos através de formulações dogmáticas.

Segundo Chiavenato (2021) qualquer organização tem seus objetivos e dentro dos limites legais todas as ações disponíveis devem ser utilizadas para alcançá-los. Esses objetivos são delimitados pelos acionistas através de um contrato social. A tarefa da administração da companhia será a de interpretar os objetivos propostos e transformá-los em ação por meio da coordenação dos fatores de produção, de forma eficaz e eficiente – não cabendo a própria administração a alteração ou ampliação das delimitações do objeto social contratado entre as partes.

Dentro deste universo, Mathur (1984) conclui que nas empresas modernas os objetivos empresariais são traduzidos em termos financeiros que culminam na maximização do preço por ação, ou seja, na criação de riqueza para seus acionistas – ditando assim a máxima afirmativa de que os acionistas têm preferência pelo valor.

¹¹ Existem, é claro, formas de organizações que não possuem como finalidade a maximização de valor em sentido estrito, podendo inclusive tomar a forma de empresas sem fins lucrativos. O escopo desse trabalho está limitado as empresas cujo objetivo é obtenção de ganhos financeiros, como subtede-se nesse parágrafo.

Em consonância a este pensamento estão Ross *et al*, que afirma que “a finalidade da empresa é criar valor para seu proprietário” (2010, p 24). Expõem mais: “a tarefa mais importante de um administrador financeiro é criar valor nas atividades de investimento e gestão da liquidez da empresa” (2010, p 26). Dito de outro modo, cabe à administração maximizar as vendas para que os ganhos sejam tão altos quanto possíveis e minimizar riscos tanto quanto presumível para a continuidade da execução das atividades.

Gitman (2004) concorda e complementa que a maximização da riqueza dos acionistas e não o lucro é o objetivo máximo das empresas, pois o primeiro é uma medida entre o risco assumido e fluxo de caixa no tempo, enquanto o segundo é evento estático e não previsível no futuro. Isso pode ser também traduzido nas palavras de Hoji:

Os proprietários de empresas privadas esperam que seu investimento produza um retorno compatível com o risco assumido, por meio da geração de resultados econômicos e financeiros (lucro e caixa) adequados por longo prazo, ou melhor, indefinidamente, pois o investimento é feito em caráter permanente (HOJI, 2008, pg. 3).

Essa preocupação com o lucro e o valor por parte do acionista não significa que as necessidades da sociedade não estejam sendo atendidas e observadas pelas empresas; bem ao contrário, a teoria clássica é de que as empresas estão atendendo a sociedade justamente quando focam suas forças nas suas atividades fim.

Isso pois existe uma auto completude e regulação dos mercados, que dispõem da melhor forma possível os recursos escassos da sociedade para atender tantos interesses quanto seja possível. Uma empresa não tem a capacidade de perceber essa auto completude pela ausência de informações completas do sistema, o que faz com que suas ações, quando não orientadas para o lucro, gerem ineficiências. É isso que defende Israel Kirzner:

O processo de mercado [...] é mantido em movimento pela atividade empresarial. Ela é executada para obter lucros e, obviamente, evitar perdas. [...] Existem forças no mercado que operam com base em um sistema de preço que tende a remover todas as inconsistências internas do sistema. [...] O processo de mercado tende a atingir o encaixe perfeito das diversas decisões sendo tomadas. O processo começa com a ausência inicial dessa consistência entre as decisões. O próprio processo é a agitação pela qual as decisões tornam-se consistentes. Essa agitação é a reorganização contínua dos recursos de um uso para outro, e o processo não cessa enquanto não for atingida a consistência completa. O ponto chave é que a má alocação de um

recurso implica a existência de uma oportunidade não aproveitada de lucro [...] e perceber uma oportunidade de lucro equivale a dar um passo para corrigir essa má alocação (COYNE, 2022, pg. 41).

Nesse contexto, os lucros são um *feedback* da sociedade sobre quais atividades devem existir e quais são os pontos mais valorizados pelos stakeholders. O controle final do mercado é e sempre será dos consumidores, que vão escolher ou não comprar. Se algo não é capaz de sobreviver sem subsídios ou intervenções, significa que não existem pessoas interessadas suficientes naquela atividade para que ela seja justificada com gastos arcados por toda a sociedade (Friedman, 2016).

Além disso, no que tange as próprias atividades empresariais, elas são em última instância programas sociais, pois quando uma empresa produz uma máquina que permite outras pessoas de trabalharem (como um computador, por exemplo) ela já está fazendo uma enorme contribuição social dentro de sua área de especialização e eficiência¹².

Quando uma empresa busca investir recursos em alguma área que não seja seu fim, como programas sociais desconexos que visem mitigar riscos futuros e incertos de seus *stakeholders*, ela está impondo custos adicionais aos seus consumidores, trabalhadores e a sociedade em geral, além de não ter certeza de que suas ações são desejáveis – já que não está recebendo *feedback* do sistema de preços e não foi eleita para tomar essas decisões. Adicionalmente, esse desvio de finalidade também causa conflito de interesses entre os diferentes *stakeholders* e a responsabilidade dos administradores para com seus acionistas.

É justamente nessa linha que vai um dos artigos mais seminais e influentes do século XX, “*the social responsibility of business is to increase its profits*”, escrito por Milton Friedman. Nesse artigo o autor destaca os benefícios da centralidade do acionista – ou mesmo obrigação de centralidade – e defende que a única responsabilidade social das empresas é aumentar os lucros dos acionistas, que é o único grupo pelo qual a empresa é responsável (Friedman, 1970).

Esse pensamento foi expresso por ele da seguinte forma:

Em um sistema de livre iniciativa e propriedade privada, um executivo é um funcionário dos proprietários do negócio. Ele tem responsabilidade direta com seus empregadores. Essa responsabilidade é conduzir o negócio de acordo com seus desejos [...]. O ponto chave é que, em sua qualidade de executivo,

¹² Disponível em: <<https://ideiasradicais.com.br/esg-o-que-faz-sentido-e-o-que-nao-levar-a-serio/>>; acesso em 09 de nov. de 2022.

o gerente é o agente dos indivíduos que possuem a corporação [...] e sua responsabilidade principal é para com eles (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa).¹³

Friedman (1970) vai além, questionando de forma principiológica que empresas são construções jurídicas e por isso mesmo não tem outras obrigações além daquelas que lhe são atribuídas pela lei ou pelo mínimo que deve fazer para sustentar seus negócios. Assim, em sua visão, adotar deveres decorrentes da “responsabilidade social”, se não for meramente um ponto retórico, implica em adotar medidas que não são do interesse dos acionistas; em outras palavras, a empresa estaria realizando bondades com dinheiro dos outros:

Na medida em que [o executivo] age de acordo com sua “responsabilidade social” e reduz os retornos para os acionistas, ele está gastando o dinheiro deles. Na medida em que suas ações elevam o preço para os clientes, ele está gastando o dinheiro dos clientes. Na medida em que suas ações reduzem os salários de alguns funcionários, ele está gastando o dinheiro dos funcionários. (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa)¹⁴.

Essa dicotomia quanto ao uso dos recursos da empresa é tanto maior quanto mais grande seja sua estrutura de comando, de modo que o afastamento dos acionistas em relação a administração seja maior (o problema do principal-agente será tratado em capítulo posterior).

Também merece destaque, na doutrina de Friedman (1970), que empresas com múltiplos donos podem ter conflitos entre os próprios acionistas no que tange ao leque de escolhas sobre a destinação dos seus recursos, já que alguns podem ter preferência por objetivos sociais enquanto outros não. Naquela doutrina, a resolução por voto de maioria não era suficiente para resolver esse ponto, pois caracterizaria um desvio de função em relação a finalidade da empresa. Se fosse desejo de algum dos acionistas a ação social e a caridade, ela deveria ser realizada em caráter particular após receber seu quinhão de recursos da empresa.

¹³ In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employe of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires [...]. The key point is that, in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation [...] and his primary responsibility is to them.

¹⁴ Insofar as his actions in accord with his “social responsibility” reduce returns to stock holders, he is spending their money. Insofar as his actions raise the price to customers, he is spending the customers’ money. Insofar as his actions lower the wages of some employes, he is spending their money.

Friedman admitia a exceção do proprietário individual agindo sobre sua própria empresa, tendo em vista que ele estaria dispendo sobre seus próprios recursos e sua capacidade de impor custos à terceiros (como clientes e funcionários) seria menor dado que esses negócios geralmente possuem menos escala. Em suas palavras:

A situação do proprietário individual é um pouco diferente. Se ele age para reduzir os retornos de seu empreendimento para exercer sua “responsabilidade social”, está gastando seu próprio dinheiro, não o de outra pessoa. Se ele deseja gastar seu dinheiro com tais propósitos, é seu direito, e não vejo que haja qualquer objeção a ele fazê-lo. No processo, ele pode acabar impondo custos a funcionários e clientes. No entanto, como é pouco provável que ele seja uma grande corporação ou sindicato com poder monopolista, quaisquer desses efeitos colaterais tenderão a ser menores. (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa)¹⁵.

Não obstante essa visão de centralização do acionista, Friedman (1970) já admitia na ocasião que determinadas ações sociais podem gerar valor para a companhia. Como exemplos desse tipo estão cursos de treinamento para a comunidade próxima, de modo que haja uma melhor qualidade da mão de obra disponível; ações que minimizem impactos ambientais visando reduzir o *blowback*; doações financeiras que possam ser deduzidas legalmente segundo as regras tributárias locais etc. O ponto dessas ações, no entanto, é que

Em cada um desses casos – e muitos outros semelhantes – há uma forte tentação de racionalizar essas ações como um exercício de “responsabilidade social”. No atual clima de opinião, com sua aversão generalizada ao “capitalismo”, “lucros”, “corporação sem alma” e assim por diante, essa é uma maneira de uma corporação gerar boa vontade como subproduto de gastos que são inteiramente justificados em seu próprio interesse. (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa)¹⁶.

Este ponto vai ao cerne da primeira questão que propomos tratar, que é verificar se as ações socioambientais estão objetivamente gerando valor para os acionistas.

¹⁵ The situation of the individual proprietor is somewhat different. If he acts to reduce the returns of his enterprise in order to exercise his “social responsibility,” he is spending his own money, not someone else's. If he wishes to spend his money on such purposes, that is his right, and I cannot see that there is any objection to his doing so. In the process, he, too, may impose costs on employes and customers. However, because he is far less likely than a large corporation or union to have monopolistic power, any such side effects will tend to be minor.

¹⁶ In each of these—and many similar—cases, there is a strong temptation to rationalize these actions as an exercise of “social responsibility.” In the present climate of opinion, with its widespread aversion to capitalism, “profits,” the “soulless corporation” and so on, this is one way for a corporation to generate goodwill as a by-product of expenditures that are entirely justified in its own self-interest.

2 ACIONISTA: UM OLHAR PARA O VALOR.

Conforme apontamos no capítulo anterior, um dos principais argumentos utilizados pelas empresas e por seus administradores para justificar medidas de responsabilidade social e práticas ESG é de que existe um alinhamento de interesses na medida em que essas ações geram valor para a companhias.

Embora o valor seja um elemento subjetivo percebido por quem avalia uma determinada empresa ou projeto, as principais métricas de valuation utilizadas na atualidade tentam reduzir essa subjetividade através de formulações matemáticas mais facilmente percebíveis e explicáveis – o que permite verificar como as práticas ESG interagem com o valor (Koller, 2022).

O processo de valuation de uma companhia pode utilizar diferentes metodologias técnicas, com especificidades que podem se adequar melhor dependendo do porte, do segmento de atuação e do nível de informação da empresa, bem como da finalidade da própria avaliação. De forma geral, as metodologias de podem ser divididas em dois grandes grupos: os métodos de comparação de múltiplos e os métodos de fluxo descontado (Koller, 2022).

Na avaliação por múltiplos, a intenção é observar uma amostra de empresas com porte, segmento e características semelhantes para verificar como se comportam em relação umas às outras em seus índices (preço da ação x lucro, por exemplo). É uma técnica mais rápida e simples. O índice ou índices a serem utilizados devem ser determinados em cada caso concreto e esse método é interessante por possibilitar comparar em quais pontos uma empresa é melhor ou pior que seus concorrentes diretos (Koller, 2020).

Já nas metodologias de fluxo descontado, é realizada uma projeção do fluxo futuro e em seguida efetuado o desconto desse fluxo pelo custo de capital para trazer tais valores ao presente. Após isso, são descontadas as dívidas para se obter o valor da companhia para os acionistas. Existem variações dessa técnica, conforme o quadro comparativo de Koller (2022) mostrado abaixo:

Modelo	Medida	Fator de desconto	Avaliação
Fluxo de caixa descontado da empresa	Fluxo de caixa livre	Custo médio ponderado de capital	Melhor para projetos, unidades de negócios e empresas que gerenciam a sua estrutura de capital em relação a uma meta.
Lucro econômico descontado	Lucro econômico	Custo médio ponderado de capital	Destaca explicitamente quando uma empresa cria valor.
Valor presente ajustado	Fluxo de caixa livre	Custo do capital próprio não alavancado	Incorpora mudanças na estrutura de capital com mais facilidade do que modelos baseados em CMPC.
Fluxo de caixa do capital	Fluxo de caixa do capital	Custo do capital próprio não alavancado	Combina o fluxo de caixa livre e o benefício fiscal dos juros em um só número, dificultando a comparação do desempenho operacional entre empresas e ao longo do tempo.
Fluxo de caixa do patrimônio líquido	Fluxo de caixa para patrimônio líquido	Custo do capital próprio alavancado	Difícil de implementar corretamente porque a estrutura de capital está embutida no fluxo de caixa. Mais adequada para a avaliação de instituições financeiras.

Figura 5 – estruturas baseadas em fluxo descontado; in Koller, 2022, pg. 177.

Assim como no caso dos índices, a seleção da forma mais adequada para ser utilizada dentre essas variações vai depender da análise do caso concreto, mas o fluxo de caixa descontado da empresa é um dos modelos mais utilizados; é um método mais refinado e possibilita entender de forma profunda e embasada a estrutura de geração de valor de uma companhia.

As diferentes metodologias não são mutuamente excludentes e o uso de uma não afasta o uso de outra, sendo que muitas delas são, na verdade, complementares. Em processos de valuation é comum que haja discussão entre as partes sobre qual a metodologia está sendo utilizada e quais são as premissas mais aderentes, já que isso pode impactar de forma significativa no preço do negócio (Koller, 2022).

Nem o método de múltiplos e nem o método de fluxo descontado deve ser confundido com o valor de mercado da empresa, que é basicamente o quanto as ações dela estão valendo no mercado num determinado momento. Esse preço reflete diversas outras questões momentâneas que não necessariamente impactam no fluxo de caixa ou na taxa de desconto da companhia, como fluxo do mercado, percepção dos investidores e especulações de curto prazo.

Embora não seja uma terminologia tecnicamente precisa, poder-se-ia dizer que o preço de mercado é um termômetro extrínseco sobre o quanto vale uma empresa ou o quanto os investidores e acionistas percebem de valor, enquanto o valuation pretende apresentar seu valor intrínseco, com base nas atividades produtivas que a empresa executa.

Damodaran (2020) destaca que existem três grandes questões ao se estudar a relação de práticas ESG com valor das empresas: (1) se as práticas impactam no

valuation por fluxo de caixa descontado; (2) se as práticas ESG impactam os preços de mercado das companhias e (3) se as ações classificadas como ESG tem melhor retorno ajustado ao risco. Essas questões serão abordadas nos tópicos subsequentes.

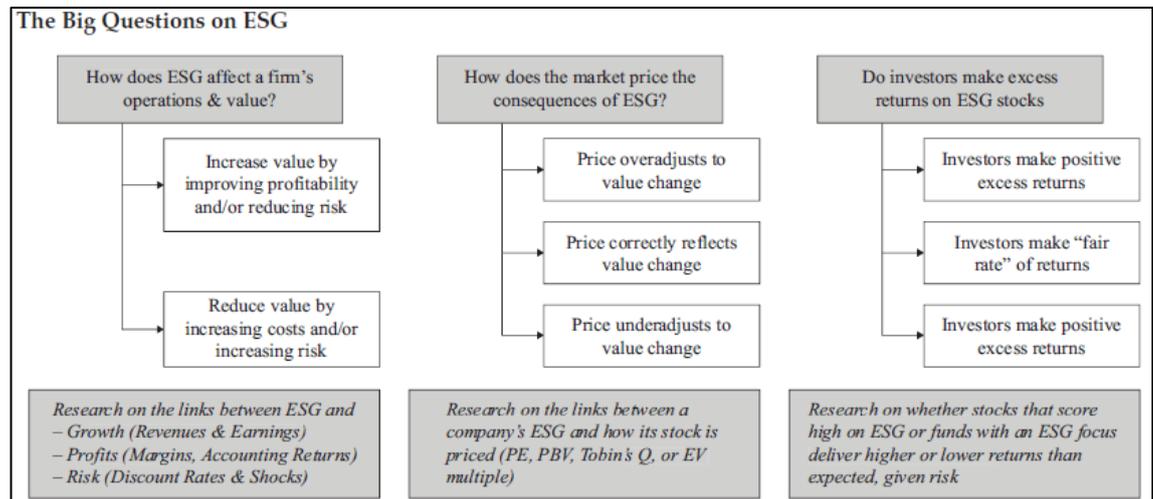


Figura 6 – três grandes questões e possíveis respostas ao relacionar ESG com valor; in Damodaran, 2020, pg. 83.

2.1 Valor medido por fluxo de caixa descontado

Se for verdadeira a afirmação de que as práticas ESG são capazes de gerar valor para as companhias de forma consistente, esse valor precisa estar necessariamente refletido no fluxo de caixa descontado da empresa.

Contudo, conseguir realizar essa mensuração não é simples, pois conforme explana Koller (2022), existem três desafios particularmente grandes nisso. Primeiro, os critérios ESG não são necessariamente refletidos em métricas matemáticas e muitas vezes não conversam bem com os modelos existentes; em segundo lugar, existem amplas variações conceituais do que é considerado ser “bom” no sentido de socialmente responsável; em terceiro, mesmo quando se assume que ser bom gera empresas mais valorizadas, existe dúvida sobre a causalidade disso: as empresas são valorizadas por terem práticas ESG ou tem práticas ESG por serem valorizadas?

Os dois primeiros apontamentos estão particularmente em linha com o que já destacamos no capítulo primeiro: ESG é um conceito extremamente amplo, que reúne práticas diversas sobre um mesmo nome e muitas vezes inclusive coloca questões antagônicas no mesmo patamar. Damodaran (2020) concorda com essa perspectiva

e acrescenta que em função disso uma mesma empresa pode receber classificações bem diferentes em rankings ESG dependendo de quem está realizando as avaliações – um exemplo concreto disso seria o caso do Facebook, que está classificado entre as piores empresas pela Sustainalytics e entre as melhores pela MSCI. Nas palavras do próprio Damodaran:

Grande parte do debate em torno de ESG e responsabilidade social corporativa começa com a premissa de que podemos diferenciar claramente entre empresas boas e ruins, mas esse não é o caso. Ao contrário da lucratividade e dos retornos, onde há medidas aceitas de ambos e números para respaldá-los, a responsabilidade social geralmente está nos olhos de quem vê. Não deve ser surpresa que uma classificação de empresas boas e ruins pelo Greenpeace tenha pouca semelhança com uma listagem de empresas boas e ruins feita por um grupo focado em direitos trabalhistas (DAMODARAN, 2020, pg. 77, tradução nossa¹⁷).

Do mesmo modo, Damodaran (2020) também concorda com o terceiro problema, da causalidade, argumento em que as práticas ESG poderiam ser a consequência e não a causa de uma companhia ir bem:

Mesmo quando a ligação é testada e uma relação positiva é encontrada entre as pontuações ESG e a lucratividade, uma questão sobre a causalidade permanece. A causalidade pode indicar que uma classificação ESG mais alta ocorre porque as empresas que estão indo bem estão em melhor posição para gastar dinheiro sendo socialmente responsáveis. Nesse contexto, os gastos com ESG podem ser pensados como um bem de luxo que as empresas de sucesso compram para embelezar a reputação da gestão (DAMODARAN, 2020, pg. 84, tradução nossa¹⁸).

Dito isso, embora esses desafios precisem ser mantidos em mente como limitações da análise do fluxo de caixa descontado, eles não são impeditivos do método.

A estrutura utilizada para estudar o fluxo de caixa descontado não é complexa em si mesmo, sendo basicamente uma equação onde estão postos os fluxos de caixa

¹⁷ Much of the debate around ESG and corporate social responsibility starts with the premise that we can differentiate clearly between good and bad companies, but that is clearly not the case. Unlike profitability and returns, where there are accepted measures of both, and numbers to back them up, social responsibility is often in the eyes of the beholder. It should come as no surprise that a ranking of companies from good to bad by Greenpeace bears little resemblance to a listing of good and bad companies by a group focused on labor rights.

¹⁸ Even when the linkage is tested and a positive relationship is found between ESG scores and profitability, a question regarding causality remains. Causality can run from performance to a higher ESG rating because companies that are doing well are in a better position to spend money being socially responsible. In this context, ESG spending can be thought of as a luxury good that successful companies buy to embellish the reputation of management.

livre futuros esperados para cada período [$E(CF_n)$], que são então descontados por uma taxa ajustada ao risco $[(1+r)^n]$ que representa o custo de capital composto tanto pelo do *equity* quanto pelas dívidas.

Expected Cashflows in Time Period
$\text{Value} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)^1} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$
Risk-adjusted Discount Rate

Figura 7 – modelo do fluxo de caixa descontado; in Damodaran, 2020, pg. 78.

É importante notar que não existe uma preferência pelo tempo no caso dessa metodologia e nada indica que o principal valor de uma empresa vai ser gerado em curto prazo – pode ser bem possível que a empresa opte por aumentar seus investimentos de curto prazo, reduzindo os fluxos de caixa livre, sob a perspectiva de que esses investimentos vão gerar fluxos ainda maiores no futuro. Tal implicação é importante pois gera reflexões sobre o tempo de maturação de práticas ESG, que podem demandar investimentos maiores em curto prazo sob a perspectiva de maiores ganhos em médio e longo prazo.

Essa equação simplificada pode ser decomposta ainda em elementos que influenciam o fluxo de caixa livre e a taxa de risco. Damodaran (2020) e Koller (2022) elencam pelo menos os seguintes *drivers*:

- A. Crescimento das receitas: a forma mais simples de aumentar o valor de uma corporação é fazer com que ela aumente suas vendas e conseqüentemente suas receitas (com isso, *coeteris paribus* tudo o mais, o fluxo de caixa livre será aumentado). Os investidores em geral têm preferência por empresas com maiores perspectivas de crescimento, seja por expansão do mercado ou por aumento de participação da empresa no mercado existente.
- B. Aumento da margem de lucro operacional: um segundo elemento que pode aumentar o fluxo de caixa livre é a melhoria da margem de lucro operacional; nesse caso pode ser que a empresa esteja mantendo o nível de suas vendas constante, mas reduza seus custos e despesas operacionais de modo a aumentar o fluxo de caixa livre para um mesmo nível de receita.

- C. Eficiência nos investimentos: aqui está em jogo a questão do tempo, sendo tanto uma referência aos investimentos de manutenção quanto também de inovação. O que se busca é maximizar o valor de retorno para cada dólar investido no negócio – de modo que os fluxos de caixa livres futuros sejam maiores. A taxa interna de retorno dos investimentos deve ser superior ao custo de capital e quanto maior for o *spread* entre ambas as taxas, mais eficiente o investimento.
- D. Redução dos riscos: se os três elementos acima incidem sobre o fluxo de caixa livre da empresa, este foca na parte da taxa de desconto – afinal, quanto menor o risco de um negócio, menor o prêmio de risco. Se a taxa de desconto utilizada for menor, os valores futuros trazidos a data zero serão maiores para um mesmo fluxo. A redução do risco passa por questões operacionais e financeiras, sendo que existem modelos próprios para seu dimensionamento; nesse aspecto, contudo, o mais importante é perceber que se há uma redução de risco da empresa, ela conseguirá uma menor taxa de juros e reduzirá sua taxa de desconto.

Além dos quatro pontos citados acima, em que tanto Koller quanto Damodaran concordam, Koller (2022) ainda cita separadamente a redução das intervenções jurídicas e o aumento da produtividade dos funcionários como *drivers* de valor. Esses dois aspectos já são indiretamente considerados no modelo acima, pois as intervenções jurídicas se traduzem em riscos e conseqüentemente impactam a taxa de desconto e a produtividade dos funcionários impacta na margem de lucro operacional. Koller prefere mantê-los em separado por julgá-los particularmente importantes.

De todo modo, através desses quatro aspectos é possível estruturar um *framework* de como o valor das empresas pode ser influenciado. Veja-se abaixo:

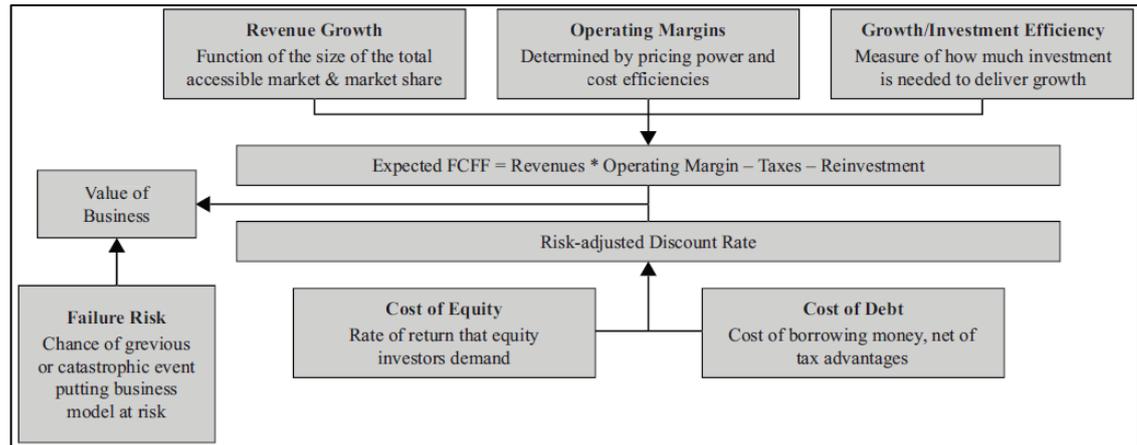


Figura 8 – estrutura de influência dos drivers de valor; in Damodaran, 2020, pg. 79.

Qualquer mudança que gere impacto no valuation de uma companhia deverá obrigatoriamente passar por alguma influência nesses *drivers*. Assim, se aplicar práticas ESG e ser considerada uma empresa boa auxiliar no valor da companhia, tal auxílio deverá ser percebido aqui (Koller, 2022).

Com base nisso existem três cenários básicos sobre como as práticas ESG podem influenciar o valor: (1º) boas práticas podem gerar um ciclo virtuoso de valor; (2º) boas práticas podem não gerar valor para quem aplica, mas sua ausência pode ser punitiva para que não aplica; (3º) empresas com boas práticas são punidas e empresas sem práticas ESG são recompensadas (Damodaran, 2020).

Para Damodaran “a maneira mais direta de induzir as empresas a se comportarem de maneira socialmente responsável é fazê-lo em seu melhor interesse financeiro¹⁹” (Damodaran, 2020, pg. 79, tradução nossa). Esse é o primeiro cenário apresentado, onde ser bom influencia positivamente os *drivers* de valor e existe um alinhamento de interesses entre os diferentes *stakeholders*, de modo que atender ao interesse de um deles significa atender aos demais – é essa lógica que defende a organização *Business Roundtable*, citado no capítulo primeiro.

Para que esse cenário seja verdadeiro, os investimentos em práticas ESG precisam afetar o fluxo de caixa livre – ou seja, os clientes devem estar mais dispostos a comprar de uma empresa socialmente responsável ou novos mercados devem ser possibilitados pela adoção daquelas práticas. Igualmente, os financiadores devem estar mais predispostos a reduzirem suas taxas em função das práticas socioambientais adotadas pela empresa. As práticas adotadas devem reduzir os

¹⁹ The most direct way to induce companies to behave in a socially responsible manner is to make it in their financial best interests to do so.

riscos operacionais, legais e financeiros para permitirem isso. A produção deve ser mais eficiente e econômica. É importante ressaltar que as práticas ESG demandam investimentos das empresas; portanto, em última análise, precisam produzir mais dólares do que custam para serem economicamente viáveis (Koller, 2022).

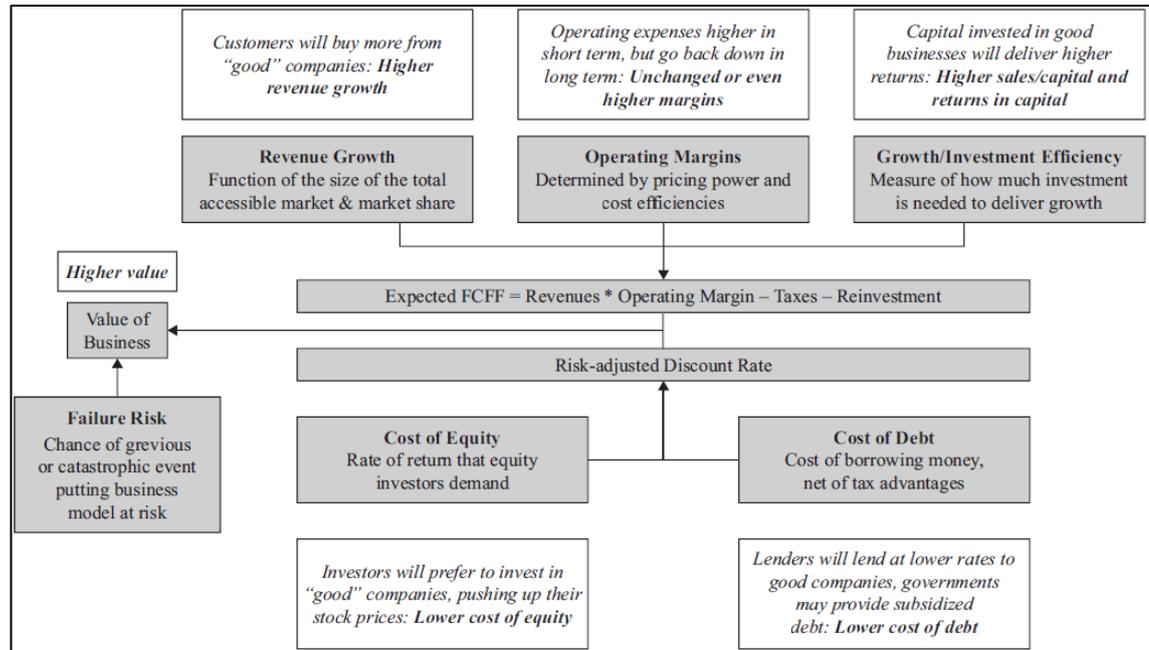


Figura 9 – framework onde boas práticas melhoram o valor; in Damodaran, 2020, pg. 80.

Damodaran (2020) defende que esse é o melhor cenário possível para quem defende a correlação entre criação de valor e boas práticas promovidas por ESG, mas ressalva que esse cenário “é válido apenas porque [e se] clientes, funcionários, investidores e credores estão dispostos a colocar seu dinheiro onde estão suas convicções e a fazer sacrifícios ao longo do caminho²⁰” (Damodaran, 2020, pg. 80, tradução nossa).

Ainda segundo Damodaran (2020), esse cenário só poderia ser atendido por empresas menores, com mercado de nicho e com um único dono; já que quanto mais públicos uma empresa atender maiores serão as divergências entre seus interesses e maiores serão os custos para atender a todos. Ele também destaca que é mais fácil para novas empresas se estruturarem ao redor de práticas ESG do que empresas já constituídas alterarem suas práticas e que, ao fim e ao cabo, todas vão precisar em

²⁰ This scenario holds, though, only because customers, employees, investors, and lenders all put their money where their convictions lie and are willing to make sacrifices along the way.

algum momento decidir se preferem maiores taxas de crescimento ou manutenção de suas boas avaliações ESG.

Se o primeiro cenário, onde existe um alinhamento entre ser socialmente responsável e bom com ter um maior valor é tão difícil de ser alcançado, o segundo melhor cenário para os defensores desse argumento seria o de que não ser bom causa perda de valor para as companhias.

Nesse contexto os consumidores estariam menos predispostos a comprar de uma empresa que não tenha uma boa imagem; os custos e despesas operacionais poderiam ser maiores e os investidores e financiadores teriam menor predisposição em se associarem e colocarem seu dinheiro nessas companhias. O risco de eventos catastróficos com danos ambientais e para a imagem seria real e haveria maior dificuldade de encontrar e manter funcionários (Koller, 2020).

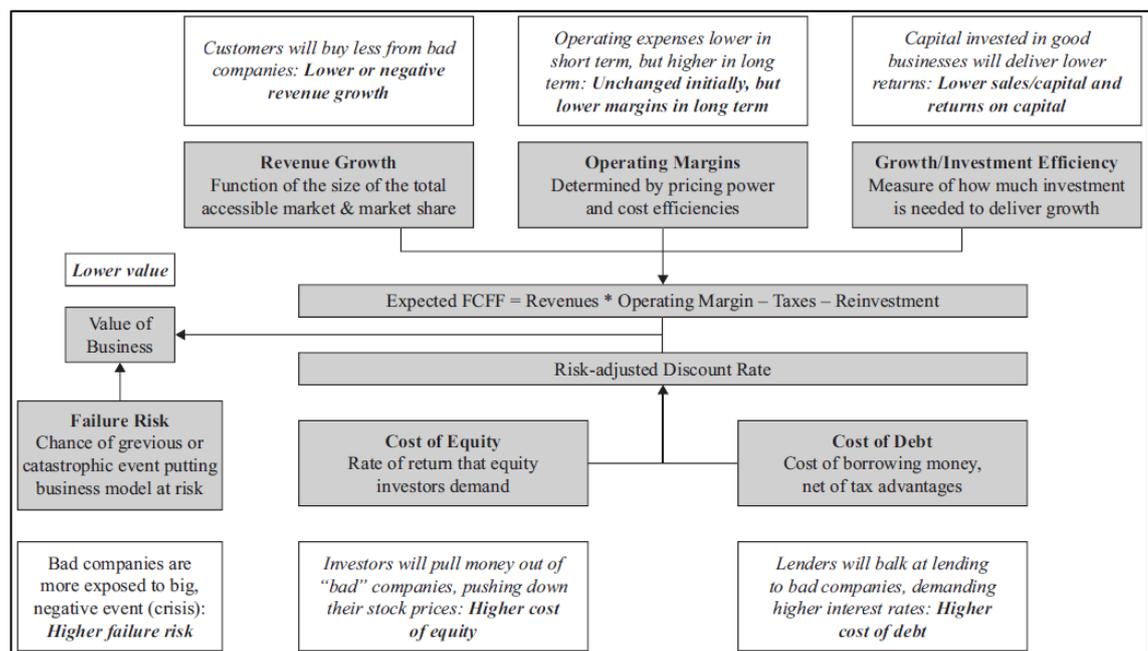


Figura 10 – framework onde ausência de boas práticas é punida; in Damodaran, 2020, pg. 81.

Damodaran destaca que

No que diz respeito à promoção da responsabilidade social, esse cenário não é tão bom quanto o anterior, pois tenderá a afugentar as empresas de serem más, ao invés de induzi-las a serem boas. Dito isso, esse é um caminho mais realista para a responsabilidade social corporativa, porque há exemplos de empresas ruins que podem ser apontadas como advertências (DAMODARAN, 2020, pg. 82, tradução nossa²¹).

²¹ With regard to promoting social responsibility, this scenario is not as good as the virtuous cycle, because it will tend to scare companies away from being bad, rather than induce them to be good. That

Por fim, o terceiro cenário é distópico e vai contra o argumento de que boas práticas ESG possam aumentar o valor de uma companhia. Aqui os consumidores têm preferência por produtos mais baratos, os funcionários apenas buscam ganhar mais e os investidores apenas olham para a rentabilidade. Nesse cenário não existe um alinhamento entre crenças e ações das partes relacionadas e como resultado as empresas com baixas pontuações em critérios ESG podem ter desempenho econômico-financeiro melhor (Damodaran, 2020).

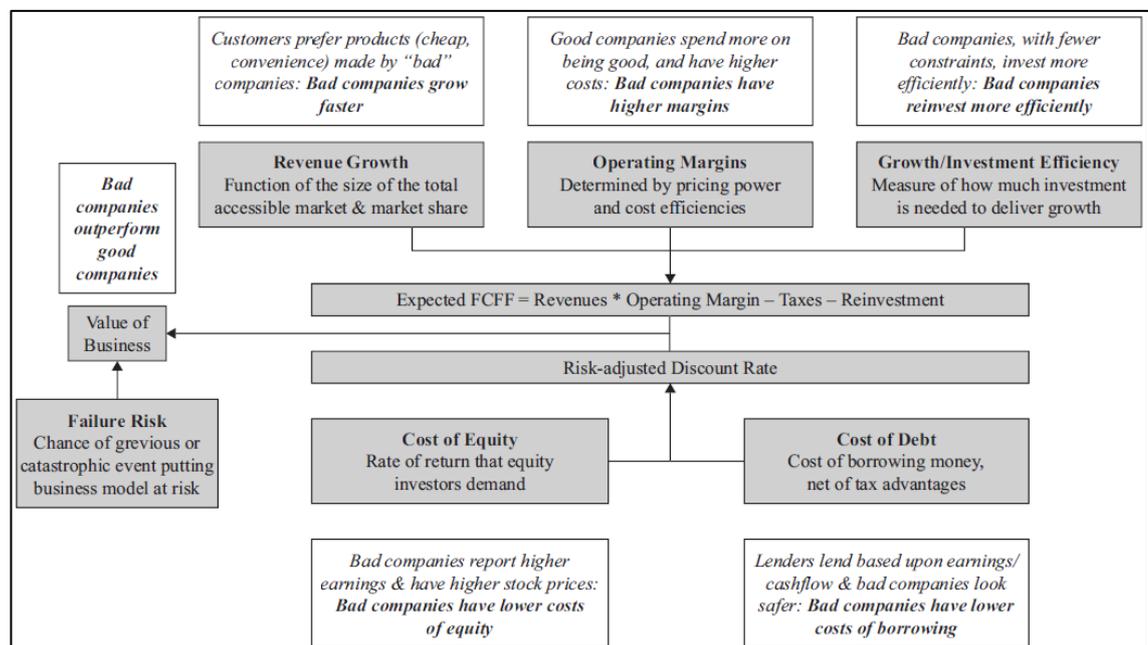


Figura 11 – framework onde ausência de boas práticas é premiada; in Damodaran, 2020, pg. 82.

Esse seria o pior cenário para o argumento de criação de valor, pois não só não estaria sendo criada riqueza, como também estaria sendo verificado um custo nas boas ações. Nesse contexto, as práticas ESG possuem a característica de ser um bem de luxo, uma escolha pela qual empresas pagam sem expectativa de retorno real, onde consumidores escolhem produtos em função de custos e não diferenciação e onde os investidores não adotam formas de seleção em relação a práticas ESG (Damodaran, 2020).

Resumindo, portanto, para aumentar o valor de uma companhia, as práticas ESG precisariam aumentar seu fluxo de caixa livre ou reduzir os seus riscos e a taxa de

said, this is a more realistic pathway to corporate social responsibility, because there are examples of bad companies that one can point to as cautionary tales.

desconto. As evidências empíricas sobre isso não parecem sustentar a ligação proposta. Ao estudar sobre o aumento das receitas e da lucratividade, Damodaran (2020) concluí que

O argumento de que as empresas socialmente responsáveis devem gerar lucros maiores, seja porque têm maiores receitas ou enfrentam custos regulatórios e legais mais baixos, e que estes levam a um desempenho mais saudável e sustentável parece se basear em grande parte na fé. Como exemplo, a afirmação de Larry Fink em sua carta sobre responsabilidade social de que “as perspectivas de crescimento de uma empresa são indissociáveis de sua capacidade de operar de forma sustentável e atender a todo o conjunto de stakeholders” vem com pouca ou nenhuma evidência de apoio (DAMODARAN, 2020, pg. 84, tradução nossa²²).

Essa perspectiva é corroborada pela revisão feita por Margolis (2009) com 251 estudos anteriores sobre a ligação entre ESG e lucratividade, concluindo que a ligação era positiva, mas fraca. Chama a atenção nesse estudo o fato de que quanto mais recentes fossem os estudos revisados, mais forte era a relação – sugerindo que poderia haver um aumento da conscientização das partes relacionadas que estivesse alterado suas preferências.

Em estudo próprio e mais recente, Pedersen *et al* (2019) chegou a conclusões semelhantes de relação positiva, mas fraca. Nesse estudo em particular, discutiu-se como a correlação positiva dependia de quais práticas ESG eram adotadas em concreto por cada empresa. Analisando um recorte específico entre as pontuações ESG da Bloomberg com o retorno sobre o capital no índice S&P500 foi encontrado inclusive uma relação negativa entre práticas e valor. Os autores acreditam que pode ser possível uma relação não linear temporalmente, onde uma curva em forma de U poderia se formar demonstrando ganho em longo prazo – mas não foi possível concluir com assertividade que isso aconteceria.

Schreck (2011) também tentou verificar essa relação e, em especial, tentou responder se as empresas têm boas pontuações ESG por já terem previamente um bom desempenho financeiro ou se tem um bom desempenho financeiro por possuírem altas pontuações ESG. Sua conclusão foi na mesma linha das anteriores, de que é

²² The argument that socially responsible companies should generate higher profits, either because they have greater revenues or face lower regulatory and legal costs, and that these lead to more sustainable healthy performance seems to rest largely on faith. As an example, Larry Fink’s assertion in his letter on social responsibility that “a company’s prospects for growth are inextricable from its ability to operate sustainably and serve its full set of stakeholders” comes with little or no supporting evidence.

difícil encontrar uma ligação concreta e definitiva entre ESG e rentabilidade – em alguns casos a relação é positiva, em outros é negativa.

Do ponto de vista da taxa de desconto, as conclusões também não são positivas para as práticas ESG. Damodaran (2020) destaca que ações relacionadas com empresas expostas a segmentos controversos (armas, álcool, fumo, petróleo) e custo de capital maior ainda apresentam retornos excedentes positivos em relação a outras ações. Uma possível justificativa para isso seria que o retorno excedente funcionaria como um prêmio reputacional para aqueles que se envolvem nesses segmentos, mas de todo modo significaria que a taxa de desconto de papéis ESG ainda não é suficiente para diferenciá-los de outros títulos não ESG.

Por outro lado, Glossner (2021) encontrou uma relação negativa entre empresas que sistematicamente violam recomendações ESG e seu valor, em grande medida concluindo que ser socialmente irresponsável custa caro para as empresas ao aumentar seu risco. Damodaran (2020) reforça essa ideia de que ser socialmente irresponsável pode gerar custos adicionais com multas, indenizações por perdas e danos, embargos e aumento do tempo de desenvolvimento de projetos.

Assim, a conclusão geral desses estudos é que embora em teoria uma boa classificação ESG possa aumentar o valor de uma empresa, não existem evidências fortes e conclusivas de que na prática isso necessariamente ocorrerá sempre, muito menos de que ocorrerá de forma automática; além disso, existe uma chance real de que a companhia possa perder valor em função de aumento de custos, redução de sua base de clientes e fornecedores e outras limitações adotadas.

Dos três cenários desenhados inicialmente, o mais provável é o segundo, onde ausência de boas práticas é punida; contudo, em muitos segmentos (como armas, álcool, fumo) nem mesmo isso pode ser afirmado, recaindo no cenário distópico. É importante ressaltar que essas conclusões dependem muito das práticas ESG que estão sendo adotadas em concreto por cada empresa e o nicho de atuação e conscientização das partes relacionadas. É possível que consumidores com renda mais elevada tenham preferências distintas e aceitem pagar mais em empresas com práticas ESG.

Koller (2022) reforça essa ideia ao apresentar casos pontuais de empresas que aumentaram seu valor em circunstâncias específicas, defendendo que para isso ser possível é preciso realizar uma seleção de práticas ESG consistentes com os princípios e drivers do valuation e com as condições da própria companhia.

2.2 Preço de mercado percebido pelos acionistas

A segunda grande pergunta que relaciona ESG com valor traz a perspectiva dos preços de mercado, ou seja, ela busca verificar se as alterações no valor dadas no tópico anterior são refletidas adequadamente no preço das ações negociadas.

Damodaran (2020) destaca que existem dúvidas relevantes sobre isso, já que os investidores precisariam olhar além do curto prazo para perceber qualquer aumento do valor da companhia (se é que vai haver algum); muito dessa discussão está relacionada com a eficiência do mercado. A discussão sobre a força dessa eficiência não é assunto deste trabalho, destacando-se aqui apenas que mercados mais líquidos terão maior capacidade de refletir as mudanças de valuation com mais velocidade e assertividade.

A questão da velocidade com que os preços das companhias são ajustados no mercado em função do seu valor é importante também dado o alinhamento de interesses com a própria administração e funcionários de uma empresa, já que a remuneração de muitos deles é dependente do desempenho no mercado de capitais e, se o valor demorar muito para se transformar em preço, eles terão poucos incentivos para agirem com responsabilidade socioambiental e práticas ESG:

Na medida em que os mercados são míopes e ignoram os efeitos de valor de serem bons, os gerentes dessas empresas, cuja remuneração e tempo de serviço estão atrelados ao desempenho do preço das ações e/ou desempenho financeiro atual, podem relutar em seguir o caminho da responsabilidade social (DAMODARAN, 2020, pg. 86, tradução nossa²³).

De todo modo, quando o mercado tem uma forma de eficiência mais fraca, haverá uma falha ou atraso na captura do valor e a reação será desproporcional em relação as mudanças da companhia; essa desproporcionalidade de relação pode se dar para maior ou para menor. Damodaran (2020) estabelece um quadro resumo de possibilidades comparadas entre valor e preço, demonstrando a importância das expectativas dos investidores na determinação do resultado:

²³ To the extent that markets are myopic and ignore the value effects of being good, the managers of these firms, whose compensation and tenure are tied to stock price performance and/or current financial performance, may be loath to follow the path of social responsibility.

Value Effect	Market Pricing	Investor Returns to ESG
ESG increases value	Markets overreact, pushing up prices too much.	Negative excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets overreact, pushing down prices too much.	Positive excess returns for investors in good ESG firms.
ESG increases value	Markets underreact, with prices going up too little.	Positive excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets underreact, with prices going down too little.	Negative excess returns for investors in good ESG firms.
ESG increases value	Markets react correctly, with prices increasing to reflect value.	Zero excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets underreact, with prices going down too little.	Zero excess returns for investors in good ESG firms.

Figura 12 – preço, valor e retorno para o investidor; in Damodaran, 2020, pg. 84.

Dito isso, a observação empírica de dados para entender como esses mecanismos ocorrem na prática tem limitações semelhantes àquelas apontadas no tópico anterior, em especial no que tange à classificação do que é uma boa empresa e do que não é. Essa questão ganha uma camada de dificuldade extra quando se considera que em relação ao mercado, além dos conceitos de ESG serem difíceis de precisar e acordar, existe também um comércio de *ratings* verdes promovidos agências de classificação (como S&P, Fitch, Moody's, Deloitte) – esses ratings têm desafios intrínsecos próprios e precisam ser lidos com parcimônia²⁴.

Uma das formas mais simplistas de tentar determinar se há uma correlação entre bom desempenho de ações no mercado frente a práticas ESG é tomar por base índices públicos ou fundos ETF que investem em empresas reconhecidas²⁵ por suas práticas ESG e comparar com outros índices que não o fazem. Damodaran (2020) utiliza essa simplificação para comparar o índice preço x lucro (P/E) de ETFs ESG com dois índices, o *Russel Value* (focado em empresa de maior valor) e o *Russel Growth* (focado em empresas com potencial de crescimento). Os resultados comparativos são os seguintes:

²⁴ Entre os desafios que podem ser citados para ilustrar estão *disclosure* de responsabilidade, conflito de interesse entre quem contrata / recebe a nota, limitações de informações e seleção dos dados que comporão a nota ESG da companhia.

²⁵ Nesse caso, tal reconhecimento pode variar em critérios de seleção e também em efetividade da aplicação das práticas – no geral não há um padrão, cada ETF ou índice cria seus próprios critérios para investimentos ESG.

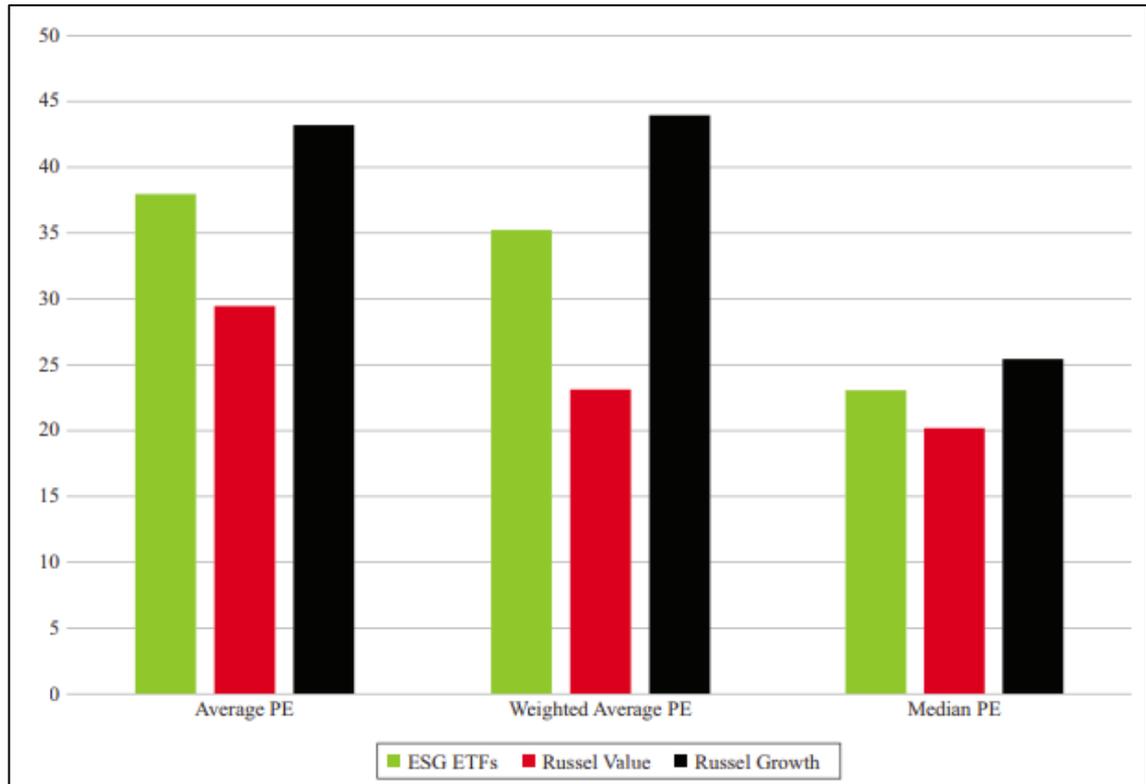


Figura 13 – comparação do preço x lucro (P/E) em diferentes grupos de ações; in Damodaran, 2020, pg. 87.

O índice preço x lucro (PE) serve para demonstrar a quantas vezes seu lucro uma ação está sendo negociada. Assim, no comparativo acima, pode-se concluir que as ações ESG não estão desempenhando particularmente mais do que outras ações do mercado; de fato, estão tendo resultados mais ou menos equivalentes as ações com maior potencial de crescimento (Damodaran, 2020).

Ainda de modo simplificado e aproximando do cenário brasileiro, na B3 existem diferentes índices que representam ações, dentre os quais o ISE – um *proxy* que visa medir ações de empresas com práticas de sustentabilidade empresarial e é o mais próximo do ESG em mercado nacional. Realizando-se uma verificação dos resultados dos últimos dez anos (nov-2012 até nov-2022) e comparando-se o ISE com o índice amplo Ibovespa (que reúne as maiores empresas) e o IVBX (que reúne as empresas de alto potencial de crescimento) conclui-se que as ações com práticas socioambientais *underperformaram*: seu retorno foi de apenas 44% frente aos 95% do Ibovespa e 94% do IVBX.



Figura 14 – comparativo entre ISE, Ibovespa e IBVX no período de nov-2012 até nov-2022; elaboração própria.

O grande problema desse comparativo direto e simplificado é que ele não necessariamente isola as ações ESG de outras ações: um papel que compõem o ISE ou um ETF ESG pode também fazer parte do Ibovespa ou de outros índices Russel; assim, uma parte dos resultados apresentados possui uma correlação interna que não permite uma conclusão definitiva sobre o desempenho de empresas ESG no mercado de capitais (Damodaran, 2020).

Para tentar lançar alguma luz sobre esse ponto, Berg *et al* (2022) realiza um estudo multicritério para entender a correlação entre práticas ESG e desempenho das ações de uma companhia. A análise concluiu que é possível comprovar uma resposta negativa de longo prazo nos retornos das ações quando suas notas de rating ESG são rebaixadas, mas apenas uma comprovação parcial e mais fraca de que as ações têm um comportamento positivo quando o *rating* passa por um *upgrade* – sendo que esse comportamento positivo tende a se estender mais no tempo do que as correções negativas mais instantâneas.

Berg *et al* (2022) alerta ainda que existe uma correlação forte entre ações que compõem índices sustentáveis e seu fluxo de negociação no mercado – ou seja, pode ser que o desempenho da ação esteja mais relacionado com o fato dos investidores terem preferência (ou mesmo obrigação regulamentar) por papéis ditos “verdes” do

que propriamente por impactos no valor que estão sendo refletidos no mercado; seria um aumento de demanda por um bem de luxo. A esse respeito, o estudo destaca:

Nossos resultados fornecem algum suporte empírico para modelos teóricos que preveem um impacto do desempenho ESG sobre os preços das ações. Em geral, tais modelos assumem que uma fração do mercado deriva da utilidade não pecuniária de manter empresas “verdes” [...]. No entanto, em seu estudo sobre os signatários do PRI, Brandon, Glossner, Krueger, Matos e Steffen (2021) constataram que os signatários dos EUA não possuem carteiras significativamente diferentes daquelas de não signatários no que diz respeito ao desempenho ESG dessas carteiras. Isso questiona se realmente existem investidores com preferências ESG genuínas e sugere que os compromissos ESG dos investidores podem ser principalmente “conversas baratas”. Em contraste, nossos resultados sobre as participações de fundos mútuos ESG dedicados fornecem evidências de que há uma parte do mercado que expressa preferências ESG e, conseqüentemente, ajusta as participações às mudanças nos ratings ESG (BERG et al, 2022, pg. 42, tradução nossa²⁶).

Outra forma de tentar isolar o desempenho das ações ESG seria verificar os impactos dos fatos relacionados com práticas e eventos socioambientais no preço das ações. É isso que tenta fazer Capelle (2019) quando verifica o impacto de trinta e três mil notícias de ESG sobre cem empresas no período de 2002 até 2010. Essa análise concluiu que as ações dessas empresas sofreram um impacto negativo de 0,1% para cada evento detrator, enquanto não foi percebido um comportamento positivo sobre as ações ao serem destacadas virtudes socioambientais. Essa relação é corroborada também por Damodaran (2020), que indica estudo sobre o mercado japonês, onde não se encontrou correlação positiva entre eventos de marketing ESG e desempenho de ações.

Todos esses elementos levam a concluir que

a evidência de que os mercados recompensam as empresas por serem boas é fraca, o que pode significar que os mercados estão avaliando racionalmente as ações ESG e descobrindo que elas têm pouco efeito sobre o valor ou que os mercados são míopes e não estão incorporando os aumentos de valor a longo prazo associados a ser mais socialmente consciente. Qualquer conclusão não é promissora para os defensores de ESG; a primeira

²⁶ Our results provide some empirical support to theoretical models that predict an impact of ESG performance on stock prices. In general, such models assume that a fraction of the market derives non-pecuniary utility from holding “green” companies [...]. However, in their study of PRI signatories, Brandon, Glossner, Krueger, Matos, and Steffen (2021) find that U.S. signatories do not hold portfolios that are significantly different from those of non-signatories with regard to these portfolios’ ESG performance. This questions whether there actually are investors with genuine ESG preferences, and suggests that investors’ ESG commitments may be primarily “cheap talk.” In contrast, our results on the holdings of dedicated ESG mutual funds provide evidence that there is a part of the market that expresses ESG preferences and consequently adjusts holdings to changes in ESG ratings.

alternativa enfraquece sua tese central de que ser bom se traduz em ter bom desempenho financeiro, e o segundo torna menos provável que os gerentes invistam mais em ESG, porque eles obterão poucos benefícios tangíveis no mercado hoje (DAMODARAN, 2020, pg. 86-87, tradução nossa²⁷).

2.3 Retorno ajustado ao risco e diversificação de carteiras

Superadas as duas primeiras perguntas sobre como o ESG impacta o valor e o preço de mercado das ações de companhias que adotam tais práticas, surge a última perspectiva de análise financeira, que trata justamente do retorno ajustado ao risco de papéis com práticas ESG.

De modo bastante simplificado, o retorno ajustado ao risco busca medir se o retorno recebido é adequado ao risco que está sendo incorrido; para exemplificar grosseiramente, imagine-se que um determinado ativo tem 1 unidade de risco e oferece 1 unidade de retorno, enquanto outro ativo tem 2 unidades de risco e oferece 2 unidades de retorno – em tese, esses dois ativos estão ajustados ao risco, pois oferecem risco / retorno equivalentes. Se houver uma discrepância nessa equivalência, existirá um excesso de retorno positivo ou negativo – por exemplo, um ativo com 1,5 unidade de risco e 3 unidades de retorno, nesse contexto, teria excesso de retorno positivo.

Esse conceito possui implicações poderosas para a teoria moderna de portfólio, já que para um mesmo nível de retorno, os investidores preferem o ativo ou carteira de menor risco. Isso possibilita a estruturação de uma fronteira eficiente de distribuição, com os ativos ou carteiras que rendem abaixo dessa linha devendo ser descartados.

Essa lógica do retorno ajustado ao risco é especialmente importante no caso de comparação das ações ESG com outras ações sem ESG, pois se a justificativa de que elas têm menor risco tiver procedência, então mesmo com uma remuneração inferior elas poderiam ser teoricamente mais atrativas.

A forma mais clássica para se tentar expurgar e equalizar os diferentes riscos e retornos entre ativos é através da utilização do índice Sharpe para comparação. É

²⁷ The evidence that markets reward companies for being good is weak, which can either be taken to mean that markets are rationally assessing ESG actions and finding that they have little effect on value or that markets are short-sighted and are not incorporating the long-term value increases associated with being more socially conscious. Either conclusion is not promising for ESG advocates; the first undercuts their central thesis that being good translates into doing well, and the second makes it less likely that managers will invest more in ESG, because they will realize few tangible benefits in the market today.

justamente nessa linha que vai Torricelli (2022) ao avaliar mais de quinhentas ações que compõem o Euro Stoxx entre os anos de 2007 e 2021 e em quatro subperíodos de curto prazo dentro desses anos, inclusive durante as crises de 2008 e 2020.

O estudo referido chega à conclusão de que no longo prazo existe um desempenho superior das carteiras ESG selecionadas já que é possível encontrar diferença estatística no índice de Sharpe, ainda que na prática essa diferença é pequena e não represente ganho ajustado ao risco significativo para o investidor. Nos testes de curto prazo a análise concluiu que não existem ganhos ajustados ao risco em carteiras ESG sobre carteiras não ESG. É importante destacar que para a existência de resultado positivo no longo prazo foi realizada uma seleção negativa – ou seja, as ações ESG eram selecionadas excluindo-se as que não atendiam a determinados critérios. Os resultados são, portanto, dúbios. (Torricelli, 2022).

Xiaolin (2020) chega a conclusões bastante semelhantes fazendo seleções sobre o *Dow Jones Industrial Average Index* nos períodos de 2004 até 2013, descobrindo que as fronteiras eficientes entre carteiras ESG possíveis e a carteira do índice eram bastante semelhantes – portanto, selecionar um portfólio com restrições ESG geraria resultados semelhantes a qualquer seleção convencional, sem excesso de retorno para qualquer lado.

Tanto Torricelli (2022) quanto Xiaolin (2020) chegam à conclusão de que carteiras ESG não geram benefícios adicionais de diversificação do risco sistêmico e tampouco sustentam a tese de que essas carteiras funcionariam de forma defensiva em momentos de crise (menor *Drawdown*).

Para Damodaran (2020) não poderia ser diferente disso, pois ao selecionar um subgrupo dentro de um grupo maior, a otimização de uma carteira seria na melhor das hipóteses equivalente ao grupo maior, mas possivelmente geraria uma combinação inferior:

A noção de que adicionar uma restrição ESG ao investimento aumenta os retornos esperados é contraintuitiva. Afinal, uma otimização restrita pode, na melhor das hipóteses, corresponder a uma irrestrita e, na maioria das vezes, a restrição criará um custo. Para ilustrar, o TIAA-CREF Social Choice Equity Fund reconhece explicitamente esse custo e o usa para explicar seu desempenho inferior, afirmando que “A CREF Social Choice Account retornou 13,88% para em 2017 em comparação com o retorno de 14,34% de seu benchmark [...] por causa de seus critérios ESG” (DAMODARAN, 2020, pg. 87, tradução nossa²⁸).

²⁸ The notion that adding an ESG constraint to investing increases expected returns is counterintuitive. After all, a constrained optimum can, at best, match the unconstrained one and, most of the time, the

Assim, a conclusão relativa ao retorno ajustado ao risco é de que carteiras e papéis ESG não oferecem benefícios sobre carteiras e papéis não ESG – na melhor das hipóteses oferecerão resultados financeiros equiparáveis, abrindo caminho para uma seleção baseada na virtude percebida; por outro lado, na pior hipótese, as restrições ESG acabarão impondo um custo para essa virtude e resultarão em retornos ajustados ao risco menores.

constraint will create a cost. To illustrate, the TIAA-CREF Social Choice Equity Fund explicitly acknowledges this cost and uses it to explain its underperformance, stating that “The CREF Social Choice Account returned 13.88 percent for 2017 compared with the 14.34 percent return of its composite benchmark [...] because of its ESG criteria.

3 ACIONISTA: DESAFIOS E RESPONSABILIDADE EM ESG.

Se no capítulo anterior houve consideração quantitativa sobre as consequências para o valor das companhias quando elas adotam práticas ESG, neste serão tratados os desafios qualitativos que se desdobram dessas ações. Desses desafios, um dos primeiros a ser abordado deve ser o problema conceitual relativo ao pluralismo de *stakeholders*, notadamente a dificuldade de determinar quais desses *stakeholders* devem ser priorizados quando houver algum *trade-off* entre as diferentes partes relacionadas (Bebchuk, 2021).

Uma consequência desse ponto é que pode existir conflito de interesse na atuação dos administrados de companhias. Esse conflito não é propriamente novo, já que a separação entre os proprietários e dirigentes de empresas sempre foi tema de preocupação, especialmente em companhias abertas, onde ocorre uma maior difusão de responsabilidade e assimetria informacional (Ross *et al*, 2010). A figura subsequente serve para ilustrar essa separação de interesses.



Figura 15 – organograma teórico de uma companhia com separação entre proprietários e administradores; in Gitman, 2004, pg. 7.

Essa possibilidade de divergência entre os objetivos dos proprietários e dos administradores é conhecida como problema do principal-agente. Em síntese, esse problema reflete a possibilidade do conflito de interesses na tomada de decisão e na definição de prioridades que surge quando uma pessoa (o agente) age em nome de outra pessoa (o principal). Tanto o agente quanto o principal podem ser também organizações (Voorn *et al*, 2019).

O desvio do alinhamento do agente para o principal gera o chamado custo de agência – que significa o quanto a organização necessita gastar para monitorar e limitar os comportamentos de seus administradores; também há um custo residual inerente ao problema, que mesmo os controles não são capazes de eliminar. Alguns autores consideram também que o custo de agência se traduz ainda em um custo de oportunidade, já que em função do conflito principal-agente alguns poderes necessitam ser limitados e demandam a intervenção direta dos acionistas (Swensen, 2014).

Se este problema não for corretamente tratado, ele pode gerar um risco moral onde uma das partes, normalmente o agente, tem incentivo para aumentar sua exposição ao risco, pois ele não arca com as consequências desse mesmo risco – ou pelo menos não na proporção de suas decisões. A forma mais comum de limitação desse risco é promover uma política de remuneração variável que alinhe os interesses das partes (Swensen, 2014).

Voorn *et al* (2019) destaca que quanto mais distintos forem os interesses dos principais e de seus agentes, maiores serão os conflitos. Isso é ainda mais agravado quando um agente age em nome de diversos principais com interesses diferentes – o que é justamente o caso concreto da governança ESG, onde os próprios CEOs das maiores companhias do mundo já declararam ter mudado seus padrões de decisão da centralidade dos acionistas para a multiplicidade dos *stakeholders* (vide declaração de princípios da *Business Roundtable*).

Este assunto não é alheio ao direito; tanto a legislação Brasileira quanto a Americana (ainda que com diferenças) especificam que os administradores devem atuar com diligência e lealdade aos acionistas, mas o assunto nem sempre é tão límpido, especialmente quando os administradores justificam decisões que beneficiam *stakeholders* como sendo no interesse dos próprios acionistas. São essas discussões que o presente capítulo busca levantar.

3.1 Desafios empíricos relativos à implantação de governança ESG.

Já destacamos no presente trabalho que os conceitos que cercam o ESG são amplos e ambíguos, sendo o muitas vezes uma mera ferramenta de marketing, mas a profundidade do problema dessas múltiplas possibilidades que cercam o tema pode passar despercebida num primeiro momento.

É justamente isso que o trabalho desenvolvido por Bebchuk (2021) relata. Segundo esse autor, se o discurso de uma governança corporativa voltada para todos os *stakeholders* não foi meramente uma questão de relações públicas, então os administradores de companhias vão enfrentar problemas muito concretos para definir sobre quais parâmetros irão atuar.

O primeiro desafio que encontrarão será o de delimitar qual é o público de partes relacionadas que será considerado relevante nos seus planejamentos e na tomada de decisão. A maior parte dos estudos atuais parecem considerar unanimemente que funcionários e clientes são importantes; muitos também mencionam credores e comunidades locais, mas a partir daí existe pouco consenso – alguns citam estabilidade econômica e igualdade em abstrato, ignorando as ambiguidades desses termos. Do mesmo modo, muitos também citam o meio ambiente, mas novamente sem definições concretas do que isso engloba (Bebchuk, 2021).

A definição mais comum de *stakeholder* é aquela que diz tratar-se de todas as partes que influenciam e são influenciadas pela organização (Chiavenato, 2021). Seguindo essa definição, em qualquer empresa de médio ou grande porte chega-se muito facilmente aos milhares de interessados e quanto maior e mais complexa seja sua atividade, ainda mais exponencialmente crescerá a dificuldade de definir o que deve ou não ser levado em consideração para os critérios de governança ESG.

Bebchuk (2021) tenta expor essas dificuldades com alguns exemplos interessantes ao caso:

Considere, por exemplo, um plano de realocação de uma fábrica para outra região. Além dos efeitos negativos da mudança de local para os atuais funcionários da fábrica e para a comunidade onde ela está localizada, os administradores da empresa devem levar em consideração também os efeitos positivos para os funcionários da nova planta e para a comunidade onde ela iria operar? A resposta a esta pergunta mudaria se o novo local fosse no exterior?

Considere ainda outro exemplo, suponha que uma empresa esteja contemplando um plano que expandiria sua participação no mercado e o número de seus funcionários, mas resultaria em uma queda nas receitas e no número de funcionários de um concorrente. Os administradores devem prestar atenção aos efeitos negativos do plano sobre os funcionários, fornecedores ou acionistas do concorrente? Para outro exemplo, considere o impacto ambiental das operações de uma empresa. Os dirigentes da empresa devem levar em consideração os efeitos sobre os residentes de países distantes ou apenas sobre os residentes nos Estados Unidos? (BEBCHUK, 2021, pg. 118, tradução nossa²⁹).

²⁹ Consider, for example, a plan to relocate a plant to another region. In addition to the negative effects of the plant relocation on the plant's current employees and the community in which the plant is currently

Todos esses pontos levam em consideração apenas a dimensão imediata da atuação e da escolha entre os diferentes grupos, mas existe outra dimensão ainda mais nevoenta – o tempo. Para ilustrar isso: como a empresa deveria lidar com decisões que beneficiem a comunidade de forma imediata, mas possam gerar riscos ambientais em médio prazo? Ou como deveriam ser tratados os ex-funcionários da companhia? Até onde se estendem as responsabilidades da empresa no tempo, afinal? (Bebchuk, 2021).

Se for possível de alguma forma superar esse desafio inicial e definir quais são os *stakeholders* prioritários, surge então um segundo desafio, que é a ponderação e o equilíbrio dos diferentes interesses que existem entre aqueles que foram selecionados. Bebchuk (2021) acredita que a literatura tem ignorado esse problema por crer que os interesses vão convergir para gerar valor para todos, mas que isso não é o caso no mundo real – o que parece ser convergente com as conclusões possíveis de serem extraídas do capítulo dois deste trabalho.

Ao formar a visão de que os trade-offs são raros e que as escolhas ganha-ganha estão geralmente disponíveis, os defensores do ESG podem ter sido influenciados pelo trabalho empírico que documenta uma associação entre a satisfação do funcionário e o retorno do acionista, bem como entre as pontuações de responsabilidade social e a avaliação da empresa. [...] Isso não implica de forma alguma, no entanto, que todas ou mesmo a maioria das possíveis opções favoráveis aos stakeholders seriam boas para os acionistas. A evidência empírica é, portanto, totalmente consistente com a presença onipresente de trade-offs. (BEBCHUK, 2021, pg. 120, tradução nossa³⁰).

Mesmo que esse alinhamento de interesses entre os diferentes *stakeholders* existisse num primeiro momento, Bebchuk (2021) defende que esse equilíbrio das

located, should the company's leaders also take into account the positive effects on the employees of the new plant and on the community in which the new plant would operate? Would the answer to this question change if the new location were overseas? To consider another example, suppose that a company is contemplating a plan that would expand its market share and the number of its employees and would result in a decline in a competitor's revenues and number of employees. Should corporate leaders pay attention to the plan's negative effects on the competitor's employees, suppliers, or shareholders? For yet another example, consider the environmental impact of a company's operations. Should the company's leaders take into account the effects on the residents of far away countries or only on those living in the United States?

³⁰ In forming the view that trade-offs are rare and that winwin choices are generally available, stakeholderists might have been influenced by empirical work documenting an association between employee satisfaction and shareholder return, as well as between social responsibility scores and company valuation. [...] This in no way implies, however, that all or even most potential stakeholder-friendly options would be good for shareholders. The empirical evidence is thus fully consistent with the ubiquitous presence of trade-offs.

relações não seria mantido uma vez que a dinâmica das relações entrasse na equação. Para exemplificar isso, imagine-se uma companhia de capital aberto com fluxo de caixa positivo e alto, capaz de financiar todos os seus investimentos e ainda pagar dividendos – nessa situação, se os administradores seguirem realmente uma visão pluralista das partes interessadas, em algum momento haveria uma escolha entre distribuir dividendos ou aumentar a remuneração dos funcionários e outros gastos na comunidade.

Um terceiro aspecto desafiador dessas escolhas de prioridades, por fim, é se todos esses trade-offs devem ser traduzidos em termos financeiros ou não. Se esses trade-offs forem traduzidos em termos financeiro, como deveriam ser monetizados os aspectos não financeiros das decisões, como por exemplo o bem estar psicológico ou a influência do emprego / desemprego causado pela companhia na criminalidade local? Por outro lado, se não forem traduzidos em números, como comparar coisas distintas como essas, qual escala de valor utilizar? (Bebchuk, 2021).

Não existem respostas fáceis ou teóricas para nenhuma dessas questões até o momento. A maior parte da literatura parece defender a ideia de um capitalismo de *stakeholders* e de práticas ESG em abstrato, delegando sua aplicação concreta para os administradores das companhias.

Não é de admirar que haja esse deslumbramento com as promessas desse novo capitalismo, por mais vazio de conteúdo que seja, pois

As corporações provaram ser um mecanismo poderoso e adaptável para produzir crescimento econômico e prosperidade. Por esta razão, alguns podem ser atraídos pelas ideias do ESG na esperança de que, ao aproveitar o poder corporativo, essas práticas possam levar as corporações a servirem como um mecanismo igualmente eficaz para proteger os interesses dos stakeholders. No entanto, o sucesso passado das corporações baseou-se na presença de incentivos eficazes para os administradores. Em contraposição, com os administradores tendo incentivos para não beneficiar os stakeholders às custas dos acionistas, uma tentativa de beneficiar os stakeholders delegando a guarda de seus interesses aos mesmos administradores não seria apoiada, mas sim impedida, pela força dos incentivos econômicos. (BEBCHUK, 2021, pg. 100, tradução nossa³¹).

³¹ The business corporation has proven itself to be a powerful and adaptive mechanism for producing economic growth and prosperity. For this reason, some might be attracted to stakeholderism in the hope that, by harnessing corporate power, stakeholderism can lead corporations to serve as a similarly effective engine for protecting stakeholder interests. However, the past success of corporations has been based on the presence of effective incentives for corporate decision makers. By contrast, with corporate leaders having incentives not to benefit stakeholders at shareholders' expense, an attempt to benefit stakeholders by delegating the guardianship of their interests to corporate leaders would not be supported, but rather impeded, by the force of economic incentives.

No limite, Bebchuk (2021) defende que se realmente houver intenção de mudança desse cerne corporativo, são necessárias amplas modificações na estrutura de incentivos que atualmente existem nas companhias, passando inclusive por ponderar a estrutura de votos onde apenas os acionistas têm representação para uma outra perspectiva mais pluralista de partes relacionadas.

Essas medidas, além dos problemas óbvios de deseconomia e desincentivo aos investidores trariam também problemas subsidiários, notadamente quanto ao poder dos próprios administradores, já que a definição dos *stakeholders*, seus interesses e prioridades caberiam àqueles. Isso pode

impor grandes custos, [pois] ao tornar os líderes corporativos menos responsáveis e mais isolados da supervisão dos acionistas, a aceitação dessas práticas ESG aumentaria a negligência e prejudicaria o desempenho, reduzindo o resultado econômico disponível para acionistas e partes interessadas [dividirem]. (BEBCHUK, 2021, pg. 92, tradução nossa³²).

Outrossim, Bebchuk (2021) conclui que a governança ESG pode servir mais aos interesses dos administradores em reduzir suas responsabilidades objetivas do que aos outros interessados, sejam acionistas ou *stakeholders* – o que culminaria num aumento do custo de agência.

Todas essas definições sobre quem são as partes interessadas e suas escalas de prioridade são pontos que precisam ser resolvidos previamente a implementação de práticas de governança pluralista e ficam na mão dos administradores; todas essas definições são por natureza arbitrárias e qualquer resposta dada pode ser facilmente contestada.

É fortemente sugerido que se uma companhia optar por aderir a práticas ESG, no mínimo haja uma ampla discussão e aprovação por parte dos acionistas, inclusive com o estabelecimento de políticas concretas a partir das quais os administradores poderão ser acompanhados e cobrados.

3.2 Conflito entre dever fiduciário e ESG em companhias abertas.

³² Furthermore, we show that acceptance of stakeholderism could well impose major costs. By making corporate leaders less accountable and more insulated from shareholder oversight, acceptance of stakeholderism would increase slack and hurt performance, reducing the economic pie available to shareholders and stakeholders.

Com tamanha alomorfia de conceitos que possibilita uma ampla gama de desvios entre o principal e o agente, uma discussão que ganhou espaço rapidamente nos últimos anos é sobre a adequação da governança ESG com os requisitos legais impostos aos administradores de companhias, especificamente seus deveres fiduciários traduzidos pelos princípios da diligência e lealdade.

Essa discussão avançou mais em locais com mercados de capitais maduros, notavelmente nos Estados Unidos e na União Europeia. No caso dos EUA, o Departamento do Trabalho lançou inúmeras notas nos últimos anos tentando sistematizar os limites e a legalidade dos investimentos ESG para fundos de pensão sujeitos a lei a federal, mas com sucesso apenas limitado – de fato, o assunto se tornou tão confuso que o departamento precisou emitir três boletins em sequência tentando desmistificar o que havia dito no anterior. A confusão ficou tão grande que foi necessária uma diretiva presidencial³³ em 2019 ordenando que o Departamento do Trabalho revisasse seus boletins para assegurar a consistência com a lei e promover a maximização do retorno sobre os ativos (Schanzenbach, 2020).

Na União Europeia também foram emitidas notas de esclarecimento sobre o tema, mas em linha oposta da diretiva presidencial americana. Por lá houve incentivo à que os administradores levassem em consideração os impactos não financeiros de suas decisões, em especial sobre a sustentabilidade. Essas recomendações foram também refletidas em um guia publicado pelo regulador Britânico dos mercados (Schanzenbach, 2020).

No Brasil ainda não há discussão relevante sobre se os administradores podem, devem ou se violam seus deveres fiduciários ao assumirem considerações externas aos acionistas na tomada de decisão. Até o momento a CVM se limitou a publicar estudos sobre ESG e divulgar normas de transparência para as companhias.

A contenda do dever fiduciário com o ESG depende em grande medida da perspectiva que se adota sobre o assunto. Numa primeira vertente, o ESG é apenas um discurso instrumental utilizado pelo estamento empresarial como um mecanismo de defesa contra as críticas que vem sofrendo nos últimos anos; nesse caso, haveria um pleno alinhamento com as perspectivas vigentes desde Friedman em 1970 e os administradores ainda estariam buscando melhorar o valor dos acionistas – atendendo aos requisitos de lealdade e diligência.

³³ 11. Exec. Order No. 13.868, § 5(b), 84 Fed. Reg. 15,495, 15,497 (Apr. 15, 2019).

Por outro lado, numa segunda vertente, o ESG como vem sendo propagado poderia realmente significar uma nova abordagem pluralista para as empresas onde os administradores estariam tomando decisões baseando-se num senso de ética com o objetivo de auferir benefícios para terceiros – caso em que a lealdade poderia ser posta em questão.

A distinção entre uma e outra vertente está no motivo do investimento; o problema com isso é que a linha dessa separação é inerentemente ambígua. É difícil separar as motivações exatas de um administrador pois nem sempre elas estão plenamente declaradas; mesmo que estejam, a opacidade dessa separação pode não tornar claro sequer para o próprio administrador quais são os motivos de sua decisão – pressupondo que esteja agindo de boa-fé (Schanzenbach, 2020).

Em qualquer caso, a legislação americana dá especial atenção ao dever de lealdade e, regra geral, estabelece exigência de que o agente atue no **interesse único e exclusivo do principal**; de forma subsidiária, a legislação permite que atue no **melhor interesse do principal**.

Grosso modo, o dever fiduciário de lealdade vem em dois sabores. Um é a regra de “único interesse” segundo a qual um agente deve administrar o trust exclusivamente no interesse dos principais. Sob essa regra, o agente tem o dever para com os principais de não ser influenciado pelo interesse de terceiros ou por motivos que não sejam a realização dos propósitos do trust (SCHANZENBACH, 2020, pg. 400, tradução nossa³⁴).

Essa visão é restritiva e absoluta e sob ela o agente não pode se colocar em qualquer situação de conflito de interesses.

Agir com motivos mistos desencadeia uma presunção irrefutável de delito, ponto final. Como a regra do interesse único é proibitiva em vez de regulamentar, para provar uma violação o principal precisa apenas provar o fato dos motivos mistos de um agente. Sob a regra do interesse único, um agente viola o dever de lealdade mesmo na ausência de interesses particulares seus (SCHANZENBACH, 2020, pg. 401, tradução nossa³⁵).

³⁴ Roughly speaking, the fiduciary duty of loyalty comes in two flavors. One is a “sole interest” rule under which a trustee must administer the trust solely in the interest of the beneficiaries. The sole interest rule is sometimes also called the “sole benefit” or “exclusive benefit” rule. Under this rule, the trustee has a duty to the beneficiaries not to be influenced by the interest of any third person or by motives other than the accomplishment of the purposes of the trust.

³⁵ Acting with mixed motives triggers an irrebuttable presumption of wrongdoing, full stop. Because the sole interest rule is prohibitory rather than regulatory, to prove a breach a beneficiary need only prove the fact of a trustee’s mixed motives. Under the sole interest rule, a trustee violates the duty of loyalty – even in the absence of self-dealing.

A regra do interesse único é profilática, já que subverte que é improvável que uma situação de conflito de interesses seja benéfica para o principal e as oportunidades de monitoramento seriam fracas. Mesmo que tal conflito de interesse pudesse vir a ser benéfico, a regra do interesse exclusivo entende que negócios daí decorrentes são tão frequentemente indesejáveis que os custos de extirpar sequer sua possibilidade são menores do que os custos de adjudicação dos casos concretos – custo de agência (Schanzenbach, 2020).

O *Employee Retirement Income Security Act of 1974* (ERISA), que é o regulamento federal americano que estabelece os padrões mínimos para os investimentos de pensões regidas sob lei federal, atua sob essa ótica do interesse exclusivo.

Contudo, essa perspectiva não é absoluta, com alguns estados americanos indo na direção de estabelecer uma regra mais flexível em leis que tratam de práticas de governança ESG. Assim, adota-se a perspectiva da lealdade baseada no melhor interesse. Sob essa concepção de lealdade um agente não é categoricamente proibido de entrar em um conflito de interesse, mas deve agir no melhor interesse do principal não obstante o conflito. Essa interpretação só pode ser assumida se a regra do interesse único fosse afastada por algum regramento específico aplicável ao caso (Schanzenbach, 2020).

Como se vê, qualquer que seja a interpretação que se assume para o dever de lealdade, sempre será necessário que o agente opere de forma justa, com boa-fé e no interesse do principal. O último, por sua vez, sempre poderá chamar o agente a prestar contas, exigindo que demonstre que agiu de acordo não só com a lealdade, mas também com a prudência e a diligência necessárias (Schanzenbach, 2020).

Para tentar superar este absoluto negativo – ou talvez para subsumir com ele – Hart (2017) discute qual deveria ser o objetivo de uma empresa, alegando que os acionistas podem ser pró sociais e seus interesses econômicos podem não ser uma preferência absoluta. Nestas circunstâncias, a maximização do bem-estar dos acionistas estaria atrelada com uma atuação dos agentes em prol dos *stakeholders* e não com a maximização de riqueza. Ele concluiu que os administradores devem seguir políticas consistentes com os desejos de seus investidores e que a votação é uma maneira de determinar qual é esse desejo.

Esse argumento, contudo, não parece refletir a realidade completa das preferências do acionista, que foi discutida no capítulo de abertura. Também parece

não refletir a possibilidade de que uma votação não é representativa de uma vontade absoluta dos acionistas e pode estar subvertendo o objeto social ao qual alguns desses indivíduos vencidos escolheram atrelar seu próprio capital.

Linhas gerais e guardadas ressalvas, no Brasil as obrigações dos administradores são equiparáveis àquelas impostas pela lei americana, inclusive quanto ao dever de lealdade, que apesar de aplicável a todos os tipos societários encontra sua máxima na lei das Sociedades Anônimas³⁶.

Negrão (2020) destaca que o agente deverá ser sempre leal aos interesses e as finalidades da sociedade, cabendo uma interpretação positiva da lealdade (onde o administrador deve realizar todos os atos necessários e esperados) e outra negativa (onde o administrador deve se abster dos atos em que haja conflito de interesse para si ou para terceiro).

Não há uma delimitação clara sobre se a lealdade tratada por aqui vai na linha do interesse único ou do melhor interesse. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já tratou diversas vezes sobre acusações de descumprimento de deveres (inclusive de lealdade) por parte de administradores de companhias abertas, tendo se manifestado no sentido de que não há que se falar em comportamentos genéricos para todos os casos, pois apesar de existirem boas práticas e procedimentos comuns, empresas distintas demandariam soluções diferentes. Ou seja, pelo menos para a CVM, tudo dependeria da análise do caso concreto e da interpretação de seus fiscais e procuradores – o que por um lado agrega maior flexibilidade normativa, mas por outro, infelizmente, aumenta a insegurança jurídica³⁷.

Além da lealdade, a diligência também é central e encontra respaldo em nosso ordenamento tanto através do Código Civil³⁸ quanto da lei das Sociedades Anônimas³⁹, ambas destacando a necessidade de empregar na administração do bem de outrem a mesma probidade e cuidado empregado em seus próprios negócios, conforme a máxima latina a muito consagrada da *bona fides* (Negrão, 2020).

³⁶ Lei 6.404/76: Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios.

³⁷ Para ilustração desse ponto vejam-se: Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008, Relator Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010 e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2018/8378, Relator Marcelo Barbosa, julgado em 21.07.2020.

³⁸ Lei 10.406/02: Art. 1.011. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

³⁹ Lei 6.404/76: Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Weber (2021) destaca que originalmente existia um paradigma de que a diligência significava que o administrador deveria agir no mínimo como um “homem médio”, desprovido de conhecimentos técnicos e específicos maiores, mas com bom senso e responsabilidade. Atualmente, contudo, isso não é mais suficiente em vista das complexidades nas atividades técnicas e nas relações societárias, sendo esperado uma atuação profissional e competente.

Para que a diligência na atuação possa ser alcançada, ela se desdobra em outras obrigações práticas para os administradores. Em especial, os administradores devem (1) se qualificar para o cargo, (2) bem administrar, (3) se informar, (4) investigar e (5) vigiar (Weber, 2021). Destes pontos, destacamos dois particularmente relevantes: o bem administrar e o se informar.

O sub dever do bem administrar, por sua vez, exige do administrador uma atuação visando à consecução do interesse da sociedade, respeitados os limites do objeto social. Trata-se, em essência, do desempenho dos atos regulares de gestão [...] A obrigação do bem administrar a companhia consiste em uma obrigação de meio e não de resultado (WEBER, 2021, pg. 67).

Observe-se que o bem administrar implica que os administradores (agentes) agirão no interesse da sociedade (os principais) e limitados ao objeto social. Nesse contexto, a única prática ESG que parece cabível é aquela que seja instrumental para a companhia e não aquela que busque efetivamente um pluralismo de objetivos junto aos *stakeholders*. A maior dificuldade, como já mencionado, é separar o joio do trigo numa seara onde o que parece diferenciar um do outro são as intenções.

Quanto ao sub dever de se informar, ele adquire relevância na medida em que não permite justificativas abstratas para a adoção de práticas ESG, sendo necessário que os administradores sejam específicos e concretos sobre suas motivações e sobre os resultados que esperam – ainda que não haja garantias sobre estes últimos.

Em decorrência do dever de se informar, os administradores têm a obrigação de, com fundamento nas informações e no conhecimento que obtiveram, verificar se esses dados são suficientes [para a tomada de decisão] ou se devem ser complementados. Ademais, os integrantes do conselho de administração e da diretoria de companhias brasileiras devem emendar seus melhores esforços para identificar se, com base em tais informações, há algum sinal de alerta de problemas na sociedade (WEBER, 2021, pg. 69).

De todo modo, independentemente da interpretação que se dê sobre os requisitos e limites da lealdade e da diligência, nosso ordenamento coroa uma vedação expressa dos administradores praticarem qualquer ato de liberalidade à custa da companhia⁴⁰.

É a conclusão, portanto, que seja pela ótica da lealdade, seja pela ótica do subdever do bem administrar ou ainda pela vedação expressa em lei, a única possibilidade que os administradores têm de agir em prol dos *stakeholders* é se essas ações forem instrumentais para o objeto social da companhia e para o atendimento dos interesses dos acionistas.

Schanzenbach (2020) aponta nessa mesma linha quando estabelece que o uso de fatores ESG por administradores não pode ser motivado unicamente por um senso de ética ou com o objetivo de resultar em vantagens para terceiros, pois isso viola o princípio da lealdade. A única possibilidade de critérios ESG serem utilizados, prossegue o autor, é se duas condições forem atendidas: primeiro, que o administrador (agente) conclua de forma razoável e informada que o investimento utilizando tais critérios irá resultar em um melhor retorno ajustado ao risco para os acionistas (principal); segundo, que o motivo exclusivo para ação do administrador seja obter esse melhor retorno ajustado ao risco.

Dado o estado atual da teoria e das evidências sobre investimentos ESG, essas condições podem ser atendidas sob determinadas circunstâncias, mas não necessariamente serão atendidas todas as vezes – ao contrário do que prega o *zeitgeist* empresarial atual. Mesmo quando essas condições são atendidas, os administradores deverão empregar todos os cuidados de acompanhamento para verificar que os motivos que justificaram as práticas permaneçam hígidos no tempo (Schanzenbach, 2020).

Retomando agora ao ponto relativo à dificuldade de separar entre as motivações dos administradores, haverá, reconhecidamente, complexidade para distinguir entre um ato regular de gestão e um ato de abuso de poder que disponha dos recursos da companhia indevidamente. Isso pois uma mesma ação, sob contextos diferentes, pode ser enquadrada em um ou outro campo – o que aumenta a incerteza relativa de qualquer ação de reparação (Rizzardo, 2011).

⁴⁰ Lei 6.404/76 – art. 154 § 2º – a: “é vedado ao administrador praticar ato de liberalidade à custa da companhia”.

Essa incerteza é ainda potencializada por dois pontos: primeiro, o desafio de estabelecer o nexo de causalidade essencial nessas circunstâncias, pois conforme observamos no capítulo de valor existem diversos drivers dentro da companhia que maximizam ou reduzem a riqueza dos acionistas; isolar um único deles que seja afetado pelas práticas ESG impostas ou mesmo determinar as intersecções entre eles é extremamente subjetivo e difícil de ser feito num caso concreto. Segundo, mesmo que essa relação seja comprovada, ainda vai remanescer uma dificuldade em estabelecer o *quantum* do prejuízo a ser reparado.

Essa situação de quase impossibilidade de reparação é corroborada ainda pelo *business judgment rule* prevalente nos Estados Unidos e cada vez mais utilizada no Brasil⁴¹, regra segundo a qual os tribunais não revisarão atos de administradores e conselheiros por estarem revestidos de certa presunção de boa-fé em suas ações (Weber, 2021).

Em função desses desafios, ainda que tenhamos críticas ao sistema de decisão dessa matéria por votação, parece que o melhor caminho para uma companhia que deseje a implantação de práticas ESG passa por deliberação dos acionistas, que deverão concordar com suas premissas e seus limites. Aos administradores, no mínimo, deverá ser cobrado que tomem decisões informadas e mantenham a transparência de suas ações, além do acompanhamento sobre os resultados das práticas implantadas.

3.3 Especificidades relativas ao dever fiduciário em fundos.

Grande parte das discussões teóricas apontadas no tópico anterior sobre as companhias é aplicável também aos fundos de investimento em geral; grosso modo, são esperadas a mesma diligência, lealdade e prestação de informações dos administradores e gestores de fundos – ainda que com base em regulamentações distintas.

Contudo, no caso dos fundos de investimento, existe um distanciamento muito maior entre o principal (cotista) e o agente (gestor) do que existe na relação entre uma companhia e seus sócios. Essa dissociação não é natural, bem ao contrário, ela é

⁴¹ No Brasil o embasamento dessa regra seria dado pelo art. 159, § 6º, da Lei 6.404/76: “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

buscada ativamente nessa indústria, pois materializa uma barreira entre o patrimônio dos gestores e o patrimônio dos cotistas, o que é positivo e faz com que os cotistas tenham exposição limitada aos riscos do gestor e suas partes relacionadas. Por outro lado, essa separação reduz a cadeia de responsabilidade e torna os gestores especialmente independentes em relação aos cotistas (Andrade, 2021).

Adicionalmente, esse distanciamento também é potencializado pela assimetria de informação entre as partes, tanto por que os cotistas têm menos acesso a informações sobre os critérios que o gestor está utilizando em sua tomada de decisão quanto também por que estes mesmo cotistas (sendo em sua maioria pessoas físicas) não terão capacidade técnica suficiente para compreender as implicações de seleções positivas ou negativas de ativos com critérios ESG (Andrade, 2021).

Essa independência do gestor será particularmente perniciosa se o administrador do fundo não estiver atento a suas funções. No Brasil, é o administrador do fundo que figura como principal garantidor dos deveres fiduciários e é também o encarregado de contratar o gestor do fundo – que em tese é solidário na responsabilidade, mas em grande medida responde de forma subsidiária. Não é raro que administrador e gestor façam parte de um mesmo grupo econômico ou, ainda, que haja uma inversão na ordem, onde o gestor é quem acaba escolhendo o administrador, tolhendo sua capacidade de fiscalização (Andrade, 2021).

Andrade (2021) defende a necessidade de se retomar a centralidade do administrador como *gatekeeper* dos cotistas para reduzir os conflitos de interesse a que o gestor se expõe, de modo que possa realmente funcionar como uma espécie de filtro e fiscal relativo à vontade dos cotistas e não meramente como um elemento burocrático da governança do fundo, assegurando assim os deveres fiduciários de todas as partes. Isso se torna especialmente importante quando elementos não financeiros como critérios ESG são incluídos no processo de escolha.

3.4 Greenwashing e transparência.

Conforme temos destacado, pode haver uma dicotomia entre as práticas ESG utilizadas de maneira instrumental pelos administradores e as práticas voltadas ao pluralismo amplo que realmente buscam mitigar problemas sociais. Em grande medida, essa dicotomia é causada pelo alinhamento entre geração de valor para o acionista e remuneração dos administradores da maioria das corporações, o que pode

levar muitos executivos a estarem predispostos a pregarem virtudes que não condizem com a realidade de suas operações – gerando um problema de maquiagem conhecido como *Greenwashing*.

Para ilustrar o ponto, Bebchuk (2021), particularmente, defende que esse é o caso da maioria dos CEOs que assinaram a nova declaração de negócios da *Business Roundtable*. Segundo ele:

Os CEOs que optaram por assinar a declaração em grande parte não buscaram a aprovação prévia do conselho de administração ou sua ratificação subsequente: esse comportamento é consistente com os CEOs que percebem a declaração como não exigindo nenhuma mudança significativa na política de sua empresa. Da mesma forma, nossa revisão de todas as diretrizes de governança corporativa das empresas de capital aberto que aderiram à declaração, incluindo as muitas empresas que revisaram suas diretrizes no ano desde a emissão da declaração, indica que as diretrizes continuam a refletir principalmente uma abordagem de primazia do acionista. A visão de que a declaração era principalmente para exibição e não era esperado pelos signatários que trouxesse mudanças significativas também é apoiada por nosso exame da declaração e dos documentos que a acompanham (BEBCHUK, 2021, pg. 98, tradução nossa⁴²).

O autor vai além, apontando que maioria das companhias cujos CEOs assinaram a declaração está registrada em Delaware, tanto por questões tributárias quanto também por possuir uma das legislações mais pró mercado entre os estados americanos. Nessas circunstâncias, ele entende seria impossível a aplicação de qualquer desvio de finalidade por parte desses executivos (Bebchuk, 2021).

Essa situação de sinalização de falsa virtude é danosa tanto para os acionistas, que passam a desconhecer o que é realidade e o que é meramente discurso de vendas e, portanto, não conseguem precificar corretamente seus investimentos; quanto também é danosa para aqueles que realmente defendem um capitalismo de *stakeholders* e acabam recebendo apenas relações públicas.

Em tese, os administradores das companhias têm o dever de prestar contas e informar sobre as ações que a companhia está tomando em um nível suficientemente sólido. No Brasil essa obrigação se dá de forma implícita através do art. 109, III, da Lei

⁴² CEOs chose to sign the statement largely without seeking either advance board approval or subsequent board ratification: this behavior is consistent with CEOs perceiving the BRT statement as not requiring any meaningful changes to their company's treatment of stakeholders. Similarly, our review of all the corporate governance guidelines of public companies joining the BRT statement, including the many companies that revised their guidelines in the year since the issuance of the statement, indicates that the guidelines mostly continue to reflect a shareholder primacy approach. The view that the BRT statement was mostly for show, and was not expected by signatories to bring about significant changes, is also supported by our examination of the statement and accompanying documents.

n. 6.404/76⁴³, que estabelece o direito dos sócios e implica o dever dos administradores na fiscalização da gestão. Esse dever é amplificado em sociedades por ações, especialmente aquelas de capital aberto, cujo dever de prestar contas se estende a bolsa e a imprensa para maior visibilidade (Negrão, 2020).

Esse dever em abstrato é reforçado por normativos concretos sobre a divulgação de dados relativos ao ESG. Nos Estados Unidos o tema já está mais maduro, com a *Securities and Exchange Commission* (SEC) já obrigando a divulgação de formulários específicos por parte das companhias para maior transparência sobre suas ações. Recentemente, aquela mesma comissão propôs (mas ainda não aprovou) ampliar o escopo das divulgações, passando a incluir relatórios sobre o que denominam desempenho climático das corporações. Também avançou naquela jurisdição a obrigação para que fundos divulguem de forma mais clara seus critérios de seleção ESG e que disponibilizem métricas quantitativas para aferição do desempenho desses investimentos⁴⁴.

Já no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu em dezembro de 2021 a Instrução 480/09, que entrará em vigor em janeiro de 2023 e prevê a divulgação de dados ESG das companhias abertas, obrigando a revelação de questões como diversidade nas empresas e impactos climáticos de suas atividades⁴⁵.

Entretanto, enquanto a obrigação de divulgação de dados é positiva, ela faz pouco para os casos de fraude estruturada, como foi o caso por exemplo do escândalo de emissões de poluentes da Volkswagen, ocasião em que essa empresa fraudou testes de emissão de carbono de seus veículos para que eles pudessem se adequar aos parâmetros máximos de emissão⁴⁶.

Apesar desse caso ser emblemático, é preciso destacar que a sinalização de virtude não necessariamente precisa estar associada com fraude, ela pode ser meramente um mecanismo de desvio de atenção – como uma empresa de petróleo utilizando a cor verde em sua logo, por exemplo. A forma mais comum de *Greenwashing* continuam sendo as relações públicas e a desinformação.

⁴³ Lei 6.404/76 – art. 109 – III: “nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais.

⁴⁴ Disponível em <<https://www.mattosfilho.com.br/unico/sec-informacoes-climaticas-investimento-esg/>>; acesso em 21 de dez. 2022.

⁴⁵ Disponível em <<https://conteudos.xpi.com.br/esg/cvm-faz-mudancas-na-norma-para-a-divulgacao-de-dados-esg-cale-com-esg-29-12/>>; acesso em 21 de dez. de 2022.

⁴⁶ Disponível em <https://pt.wikipedia.org/wiki/Esc%C3%A2ndalo_de_emiss%C3%B5es_de_poluentes_da_Volkswagen>; acesso em 21 de dez. 2022.

Nos Estados Unidos, o *Federal Trade Commission* (FTC) tem diretrizes relacionadas com o combate ao *Greenwashing*, normalmente se baseando em divulgação ampla de informações, divulgação de critérios de comparação e distinção entre produtos etc. Esporadicamente, algumas empresas são questionadas pelo órgão sobre algum ponto que possam estar camuflando.

De todo modo, não existe uma solução simples para o problema do *Greenwashing*, pois por um lado as regulamentações ficam sujeitas a captura regulatória estatal e suas externalidades e por outro, as soluções de mercado como notas de *rating*, contam com conflitos de interesses intrínsecos ao modelo e uma variabilidade de conceitos que impossibilita um entendimento imediato do que está sendo representado. A melhor saída continua sendo que os acionistas permaneçam atentos e utilizem dados independentes ou auditáveis em suas decisões.

4 STAKEHOLDER: RESULTADOS E EXTERNALIDADES.

Ao longo do trabalho buscamos demonstrar como, do ponto de vista do acionista, existem dúvidas relevantes sobre a possibilidade de geração de valor através da utilização de práticas ESG sem reflexão crítica. Aprofundamos também a discussão sobre os desafios de implantação de uma governança baseada nos *stakeholders*. Ainda assim, ao longo de tudo isso citamos apenas marginalmente as consequências dessa agenda para os próprios *stakeholders*.

Um questionamento que poderia subsistir, portanto, seria de que mesmo em prejuízo de acionistas e particulares as práticas ESG deveriam ser adotadas e propagadas, já que poderiam possibilitar ganhos sociais – ao menos em teoria. No presente capítulo avaliamos se esse é o caso ou se, por outro lado, estão sendo criadas externalidades negativas não vislumbradas num primeiro momento, o que caracterizaria o pior cenário onde todos os envolvidos estariam perdendo e destruindo riqueza.

Para verificar essa questão, são adotadas três abordagens distintas: (1) primeiro, verificamos como a adoção de práticas ESG afetam a eficiência do mercado e como isso se desdobra sobre os *stakeholders*; (2) segundo, verificamos como sistemas dinâmicos e complexos são influenciados pela centralização de decisão e (3) terceiro, verificamos como se comporta o discurso ESG de um ponto de vista pró social.

A intenção deste capítulo não é discutir se é moralmente aceitável ou não causar prejuízos particulares para benefícios públicos, nem qual seria o limite de prejuízo aceitável para gerar um equilíbrio de interesses entre as partes. O cerne aqui é justamente discutir se os prováveis prejuízos particulares estão gerando benefícios públicos mais do que proporcionalmente – afinal, do contrário será apenas uma destruição ou anulação de bem-estar líquido. Portanto, a perspectiva teórica utilizada como premissa é estritamente utilitarista.

4.1 Impactos sobre a eficiência do mercado e consequências.

No primeiro capítulo do trabalho já foram adiantados alguns argumentos sobre a importância do mercado e de como sua dinâmica auxilia a sociedade na distribuição eficiente de recursos que são escassos, ao mesmo passo em que o sistema de preços funciona para gerar informações que retroalimentam esse sistema e indicam onde

estão as prioridades de investimento – que por sua vez, podem gerar lucros para aqueles que aceitarem correr o risco de suprir essas necessidades.

Nessa perspectiva, os mercados são importantes por possibilitarem a coordenação de esforços entre pessoas completamente distintas e com objetivos individuais díspares. Essas pessoas não precisam se conhecer ou ter apreço umas pelas outras para encontram terreno comum de interação. No mercado, elas podem encontrar outras pessoas dispostas a transacionar também em interesse próprio com possibilidade de ganho para ambos; em qualquer sociedade complexa nenhuma pessoa é capaz de produzir sozinha tudo que necessita (Coyne, 2022). Nessa perspectiva:

O mercado não é um lugar ou uma coisa, nem tem propósito ou capacidade de fazer escolhas. Em vez disso, os resultados dos mercados refletem os propósitos, planos e escolhas de milhares de pessoas (demandantes e ofertantes) que escolhem voluntariamente interagir entre si. Dito isso, uma maneira mais precisa de refletir sobre os mercados é como um conjunto de interações sobrepostas, continuamente mutáveis e voluntárias entre pessoas, cada uma das quais buscando atingir seus objetivos específicos. Essas interações contribuem para a emergência de um padrão de alocação e distribuição de recursos (COYNE, 2022, pg. 42).

Assim, em um mercado livre, os capitalistas terão a opção de alocar seus recursos onde perceberem que existem demandas latentes, atendendo as necessidades de toda a sociedade. Se determinadas condições ocorrerem – por exemplo, uma quebra de safra que reduza a disponibilidade de uvas, o sistema de preços irá rapidamente avisar ao mercado que as pessoas devem consumir menos dessa fruta, enquanto haverá também maior atratividade de investimento naquele segmento da economia até que a situação se normalize. Esse processo dinâmico permanecerá acontecendo indefinidamente (Coyne, 2022).

Esses processos de mercado que continuam em *moto* perpétuo são em última instância de ordem espontânea, pois não dependem de uma organização racional das partes. Cada indivíduo está agindo em seu próprio interesse, mas no computo geral de suas vontades o mercado acaba equilibrando as preferências de toda a sociedade. É inconcebível que uma centralização de decisões nos administradores de empresas possa otimizar mais o mercado do que o próprio mercado possa fazer consigo mesmo – de fato, esse pensamento dependeria da pressuposição de que esses administradores tenham acesso a toda a informação que circula e plena capacidade de interpretar esses dados para definir como as curvas de demanda agregada da

sociedade e as preferências dos consumidores se interrelacionam, o que a prática mostra não funcionar⁴⁷ (Pindyck, 1994).

No entanto, é exatamente isso que as práticas ESG pressupõem ao permitirem a esses administradores escolherem quais *stakeholders* devem receber um enquadramento protetivo, em que escala deve ser essa proteção e quem pagará pelo custo dessa ação; é uma pressuposição de onisciência que permitiria aos administradores entenderem todos os desdobramentos das regras socioambientais que estão criando em detrimento dos elementos econômicos e financeiros objetivos que outrora utilizavam para decidir (Friedman, 1970).

O processo do mercado será tão mais eficiente quanto mais livre de regulamentações e intermediações sejam as transações entre as partes; cada regramento adicionado, seja por regulação estatal ou autorregulação, irá gerar um custo adicional que deverá ser pago por alguém, normalmente o consumidor final se a demanda for inelástica. Mesmo quando esse custo é assumido pelos empreendedores ele gera uma redução no capital disponível para investimentos e acaba refletindo na produção futura, que por sua vez reflete no consumidor (Coyne, 2022).

Além dos custos, sempre que são adicionados elementos de controle, regulamentação e intermediação nesse processo, são também criadas reservas de mercado que funcionam para proteger determinados setores ou mesmo empresas específicas da entrada de novos concorrentes. Com cada interferência, o mecanismo de preço se torna menos real e mais as decisões se tornam dependentes dos burocratas (Coyne, 2022).

Se essa situação for levada até seu limite, a interferência na dinâmica do mercado através dessas imposições – por melhores intenções que possam ter em suas justificativas – pode causar o desaparecimento de mercados inteiros e desarranjos estruturais profundos, culminando inclusive em escassez severa. Um exemplo concreto em que essa situação está ocorrendo é o mercado de energia mundial, em especial a situação do petróleo e do gás.

Desde a abertura do discurso ESG com o artigo “*who cares wins*” (ONU, 2004) já existia um objetivo declarado de redução do uso dessas fontes de energia. Esse objetivo aumentou em escopo e importância percebida em função da associação entre

⁴⁷ Para maior teoria a respeito, ver os problemas do cálculo econômico sob o socialismo, que partem do mesmo pressuposto de centralização.

hidrocarbonetos e efeito estufa, culminando com a meta de reduzir as emissões de carbono pela metade até 2030 e zerá-las até 2050, inclusive com a inclusão dessas metas nos objetivos do desenvolvimento sustentável que citamos anteriormente.

Do referencial teórico postulado em 2004 rapidamente começaram a desdobrar-se propostas que foram de fato implementadas, tanto em nível de práticas empresariais quanto de regulações estatais.

No caso das práticas empresariais, diversos financiadores – como bancos e fundos – escolheram retirar ativos baseados em energias consideradas sujas de seus portfólios, reduzindo de forma significativa os novos investimentos no setor (vide gráfico abaixo demonstrando redução do investimento medido pelo CAPEX), ou seja, não houve interesse em aumentar a produção de petróleo, não por falta de lucro no segmento, mas por uma escolha ética. Ao mesmo passo, as próprias empresas petrolíferas começaram a dar sinais de que pretendiam mudar seus segmentos de negócios e reduzir sua produção⁴⁸⁴⁹.

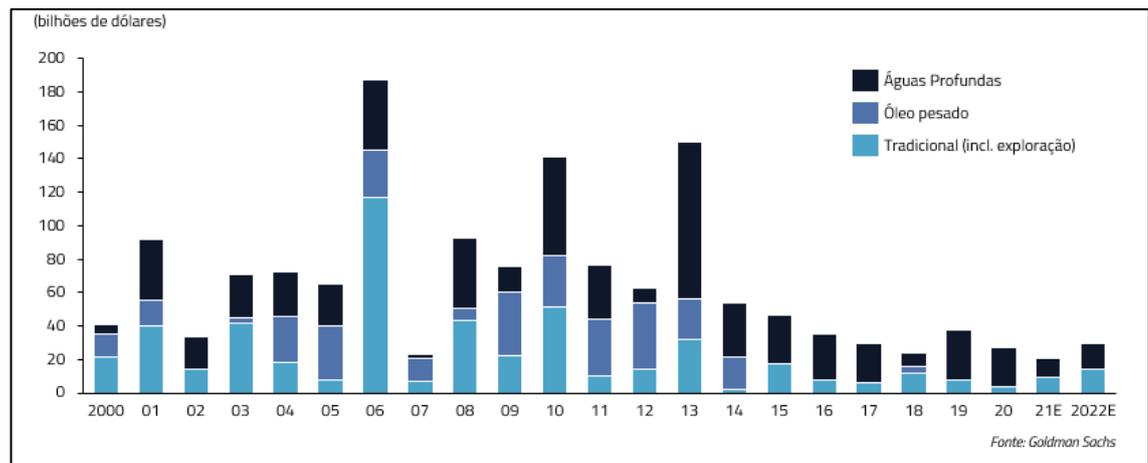


Figura 16 – total de CAPEX destinado a novas exploração de petróleo no mundo, demonstrando redução significativa após 2014⁵⁰.

Em nível governamental o desincentivo chegou ao ponto da proibição. Na Europa todas as usinas à carvão foram descomissionadas ou convertidas para gás.

⁴⁸ Disponível em: <<https://www.portalsolar.com.br/blog-solar/energia-renovavel/shell-total-e-bp-desenvolvem-projetos-de-energia-renovavel.html>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁴⁹ Disponível em: <<https://www.udop.com.br/noticia/2021/10/27/petroleiras-aceleram-iniciativas-visitando-a-transicao-energetica.html>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵⁰ Disponível em: <<https://www.kinea.com.br/blog/a-incrivel-viagem-de-shackleton/>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

Nos Estados Unidos foram decretadas moratórias sobre licenças para exploração de hidrocarbonetos, também para reduzir sua produção⁵¹.

Tudo isso se traduziu numa redução estrutural de investimentos em combustíveis fósseis e culminou em queda nas reservas de petróleo na ordem de – 15% entre 2000 e 2020⁵², potencializando a dependência de cartéis como a OPEP e países como a Rússia. A consequência disso foi que os preços de petróleo e gás dispararam entre 2021 e 2022, especialmente no mercado Europeu, onde atingiram as máximas históricas de todos os tempos. Os países mais afetados foram a Alemanha e a Inglaterra⁵³⁵⁴.

Vaclav Smil (2017) já vem destacando a algum tempo que essa consequência era provável em função das características das opções envolvidas: por um lado, a densidade energética do petróleo é superior as outras fontes – ele é capaz de gerar mais energia; por outro lado, as outras fontes renováveis são intermitentes, o que reduz sua disponibilidade e não permite o seu estoque. Para esse autor a transição energética conforme tem sido objeto de discursos não é factível, por mais necessária que seja e por melhores intenções que a motivem.

Perceba-se, a intenção aqui não é determinar as causas da crise energética atual, que certamente envolvem muitos fatores – inclusive geopolíticos. O ponto é demonstrar que em nome da boa vontade climática as empresas adotaram critérios não financeiros para basear suas decisões de não investir mais em petróleo e que esses subinvestimentos no mínimo colaboraram na geração de uma externalidade que agora precisa ser paga por todos os consumidores de energia. Esse pagamento é tanto financeiro quanto também é na redução do bem-estar causado por medidas de racionamento e limitação do uso de energia⁵⁵⁵⁶.

O caso do petróleo não é definitivo, mas é emblemático o suficiente e serve de prova para demonstrar que práticas ESG podem gerar externalidades não previstas

⁵¹ Disponível em: <<https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/materias-primas/petroleo/detalhe/biden-avanca-com-moratoria-de-licencas-de-exploracao-de-petroleo>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵² Disponível em: <<https://www.kinea.com.br/blog/a-incriveis-viagem-de-shackleton/>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵³ Disponível em: <<https://valor.globo.com/mundo/noticia/2022/08/25/custo-de-energia-na-europa-atinge-novo-recorde-com-crise-do-gas.ghtml>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵⁴ Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/precos-da-energia-batem-records-a-medida-que-crise-de-energia-piora-na-europa/>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵⁵ Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/europa-tem-energia-para-sobreviver-ao-inverno-mas-com-incertezas-para-2023/>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

⁵⁶ Disponível em: <<https://valor.globo.com/mundo/noticia/2022/10/03/europa-vive-risco-sem-precedentes-de-ter-que-acionar-gas-no-inverno-diz-aie.ghtml>>; acesso em 23 de nov. de 2023.

cujas consequências para os *stakeholders* podem ser maiores dos que os danos futuros e incertos que ela está buscando combater.

4.2 Sistemas dinâmicos e centralismo de decisão.

Retomando o caso do petróleo, se retirássemos de lado as intervenções governamentais que também ocorreram, poder-se-ia arguir que as escolhas individuais de cada parte envolvida eram racionalmente justificadas. De fato, na perspectiva dos consumidores a seleção de produtos com base em critérios ambientais é uma possibilidade real; enquanto os fornecedores poderiam usar essa mesma possibilidade para justificar seu afastamento de energias sujas visando atingir esse público – além de seu próprio interesse particular em ver reduzidos os danos ambientais.

Curiosamente, no entanto, o conjunto de escolhas individualmente racionais não gerou uma otimização de alocação da sociedade nem aumentou seu bem-estar; pelo contrário, potencializou uma externalidade. Isso aconteceu porque essas decisões foram feitas num sistema dinâmico, onde as escolhas de uma parte afetavam as escolhas que estavam disponíveis para as outras partes sem que elas soubessem ou percebessem. Em síntese, uma otimização individual pode não resultar em uma otimização social.

Essa situação teórica foi descrita por Alfred Kahn (1966) como uma situação em que decisões individualmente pequenas e insignificantes em termos de tamanho e tempo, levam cumulativamente a um resultado maior e mais significativo que não é ótimo nem desejado; em outras palavras, uma série de pequenas decisões, individualmente racionais, pode mudar negativamente o contexto das escolhas subsequentes, até o ponto em que as alternativas desejadas são irreversivelmente destruídas.

Khan (1966) descreveu esse problema com o exemplo de uma cidade onde a única maneira confiável de entrar e sair era utilizando um trem, pois ele funcionava independentemente das condições de tempo, mas custava mais caro que o ônibus e demorava mais do que o avião. Em vista dessa concorrência as pessoas utilizavam o trem apenas quando os outros dois meios de transporte não estavam disponíveis, o que levou a retirada dessa linha. Assim, em decorrência de ações individualmente

racionais e otimizadas em função do tempo ou do custo de viagem, ocorreu um prejuízo irreparável para as escolhas existentes.

Nesse contexto, Khan (1966) defendia que aquelas pessoas fossem consultadas em uma votação direta sobre suas preferências, quase certamente escolheriam manter o trem frente a um dos outros meios de transporte, por ser o único confiável.

Esse problema de otimização da utilidade social será enfrentado por todas as práticas ESG que uma empresa pretenda adotar – ela sempre vai ter que definir uma escala de valores em nome da sociedade, cujos resultados em função da complexidade e do dinamismo ela não entende.

Friedman (1970) entendia bem a profundidade dessas escolhas e defendia que quando a empresa e seus administradores passam a agir assim, eles estão atuando como políticos, tanto por fazerem essa escolha pública quanto por imporem um imposto (na forma de custo) para toda a sociedade, sem que a sociedade tenha elegido ou votado a respeito. Essa situação levantaria duas questões, uma principiológica e outra prática.

No plano do principiológico, a imposição de impostos e o dispêndio de receitas fiscais são funções governamentais. Estabelecemos elaborados dispositivos constitucionais, parlamentares e judiciais para controlar essas funções, para garantir que os impostos sejam cobrados na medida do possível de acordo com as preferências e desejos do público. [...] [Enquanto] aqui o empresário – auto selecionado ou indicado pelos acionistas – deve ser simultaneamente legislador, executivo e jurista. Ele deve decidir quem tributar por quanto e com que propósito, e ele deve gastar o produto – tudo isso guiado apenas por discursos gerais de combate à inflação, melhoria do meio ambiente, combate a pobreza e assim por diante. [...] [Quando age assim] ele se torna efetivamente um funcionário público, ainda que permaneça um empregado privado. Por razões de princípio político, é intolerável que tais servidores públicos – na medida em que suas ações em nome da responsabilidade social sejam reais e não apenas vitrines – sejam selecionados como são agora. Para serem funcionários públicos, devem ser selecionados por meio de um processo político. Se eles devem cobrar impostos e fazer gastos para promover objetivos “sociais”, então a máquina política deve ser montada para orientar a avaliação dos impostos e determinar por meio de um processo político os objetivos a serem atendidos (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa⁵⁷).

⁵⁷ On the level of political principle, the imposition of taxes and the expenditure of tax proceeds are governmental functions. We have established elaborate constitutional, parliamentary and judicial provisions to control these functions, to assure that taxes are imposed so far as possible in accordance with the preferences and desires of the public. [...] Here the businessman—self-selected or appointed directly or indirectly by stockholders—is to be simultaneously legislator, executive and jurist. He is to decide whom to tax by how much and for what purpose, and he is to spend the proceeds—all this guided only by general exhortations from on high to restrain inflation, improve the environment, fight poverty and so on and on. [...] He becomes in effect a public employe, a civil servant, even though he remains in name an employe of private enterprise. On grounds of political principle, it is intolerable that such civil servants—insofar as their actions in the name of social responsibility are real and not just window-

As conclusões a que Friedman chega no campo das consequências alinham-se com nossa perspectiva de que as escolhas em ESG, por melhores intenções que tenham, não são capazes de captar a complexidade do sistema dinâmico que é a sociedade e são, em última análise, escolhas políticas que estão sendo feitas por agentes que não foram eleitos para isso:

Com base nas consequências, o executivo corporativo pode de fato cumprir suas supostas “responsabilidades sociais”? Por um lado, suponha que ele possa se safar gastando o dinheiro dos acionistas, clientes ou funcionários. Ele é informado de que deve contribuir para combater a inflação. Como ele pode saber qual ação de sua vontade contribuirá para esse fim? Presumivelmente, ele é um especialista em administrar sua empresa – em produzir um produto, vendê-lo ou financiá-lo. Mas nada em sua seleção o torna um especialista em inflação. O fato de manter o preço de seu produto baixo reduzirá a pressão inflacionária? Ou, deixando mais barato aumentará o poder de compra nas mãos de seus clientes, simplesmente levando eles a gastarem ainda mais em outro lugar? Quando produzir menos por causa do preço mais baixo, isso não contribuirá para a escassez? Mesmo que ele pudesse responder a essas perguntas, quanto custo ele justifica impor a seus acionistas, clientes e funcionários para esse fim social? (FRIEDMAN, 1970, tradução nossa⁵⁸).

4.3 Promessas ilusórias e afrouxamento de responsabilidade.

Por fim, a terceira perspectiva de análise toma como base uma visão pró social que concorda com a necessidade de mudanças no comportamento socioambiental das pessoas. Bebchuk (2021) defende que mesmo nesse caso uma agenda de regulação ou autorregulação ESG sobre as empresas não seria a solução.

Isso pois os discursos promovidos dentro do contexto do ESG empresarial estão criando uma ilusão de que a resolução de problemas sociais extremamente

_____ dressing—should be selected as they are now. If they are to be civil servants, then they must be selected through a political process. If they are to impose taxes and make expenditures to foster “social” objectives, then political machinery must be set up to guide the assessment of taxes and to determine through a political process the objectives to be served.

⁵⁸ ON the grounds of consequences, can the corporate executive in fact discharge his alleged “social responsibilities”? On the one hand, suppose he could get away with spending the stockholders’ or customers’ or employes’ money. How is he to know how to spend it? He is told that he must contribute to fighting inflation. How is he to know what action of his will contribute to that end? He is presumably an expert in running his company—in producing a product or selling it or financing it. But nothing about his selection makes him an expert on inflation. Will his holding down the price of his product reduce inflationary pressure? Or, by leaving more spending power in the hands of his customers, simply divert it elsewhere? Or, by forcing him to produce less because of the lower price, will it simply contribute to shortages? Even if he could answer these questions, how much cost is he justified in imposing on his stockholders, customers and employes for this social purpose? What is his appropriate share and what is the appropriate share of others?

complexos seja facilmente alcançável e que as companhias estão atuando de forma significativamente diferente para isso, quando este não é o caso. O otimismo adotado em muitos dos discursos pode afastar a realidade prática das limitações do possível e dos trade-offs que isso envolve (Bebchuk, 2021).

Em função dessa perspectiva de que as empresas resolverão os problemas da sociedade ao adotarem práticas ESG, desdobra-se a consequência de que as pessoas podem adotar uma perspectiva de afastamento da responsabilidade individual, preferindo terceirizar a responsabilidade própria de causarem algum impacto no mundo. Isso também pode se traduzir em menor cobrança política sobre representantes eleitos (Bebchuk, 2021).

CONCLUSÕES

A importância das discussões socioambientais e em especial do ESG nas empresas está adquirindo uma centralidade cada vez maior. Inobstante isso, parece ser que ainda existe um vazio muito grande nas definições sobre como o ESG se dará na prática – em alguma medida essa resistência a uma definição mais concreta parece ser proposital para que o discurso continue servindo e se adequado a diferentes situações.

Neste trabalho, através de uma pesquisa bibliográfica com a utilização de método dedutivo para inferir conclusões e respostas, buscamos responder as seguintes: (1) a adoção de práticas ESG gera valor para os acionistas? (2) o dever de lealdade dos administradores permite que considerem os benefícios para os stakeholders na tomada de decisão? (3) a adoção de práticas ESG por empresas gera os benefícios sociais que propõem?

Nesse sentido, concluímos que embora em teoria uma boa classificação ESG possa aumentar o valor de uma empresa, não existem evidências fortes e conclusivas de que na prática isso necessariamente ocorrerá sempre, muito menos de que ocorrerá de forma automática; além disso, existe uma chance real de que a companhia possa perder valor em função de aumento de custos, redução de sua base de clientes e fornecedores e outras limitações adotadas. A relação entre ESG e valor ainda não foi completamente comprovada.

Além disso, entendemos que seja pela ótica da lealdade, seja pela ótica do sub dever do bem administrar ou ainda pela vedação expressa em lei, a única possibilidade que os administradores têm de agir em prol dos *stakeholders* é se essas ações forem instrumentais para o objeto social da companhia e para o atendimento dos interesses dos acionistas; em outras palavras, os benefícios para os terceiros deverão ser incidentais.

Por fim, de um ponto de vista dos *stakeholders*, entendemos que medidas ESG podem também não ser a melhor alternativa, mesmo quando adotada uma perspectiva pró social, pois além de haver a possibilidade de gerar externalidades financeiras, existe um afastamento da reponsabilidade individual e a criação de uma ilusão de mudança.

De modo geral, portanto, apesar deste trabalho não esgotar e nem pretender fornecer respostas definitivas sobre os temas abordados, fornecemos alguns insights

interessantes e contraintuitivos ao atual *zeitgeist* que envolve a governança baseada em ESG.

Com isso esperamos que empresas e investidores adotem uma postura crítica e avaliem com propriedade como e quais práticas fazem sentido serem incorporadas, de acordo com as características da empresa e de seus acionistas.

REFERÊNCIAS

AMATO NETO, João; et al. **ESG Investing: um novo paradigma de investimentos**. São Paulo: 2022, Editora Blucher.

ANDRADE, Rafael. **O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento**. Rio de Janeiro: 2021, Editora Lumens.

BEBCHUK, Lucian A. TALLARITA, Roberto. **The illusory promise of stakeholder governance**. Cornell Law Review, volume 106, pg. 91-178, fevereiro de 2021. Disponível em: <<https://cornelllawreview.org/wp-content/uploads/2021/02/The-Illusory-Promise-of-Stakeholder-Governance.pdf>>; acesso em 22 de out. de 2022.

BERG, Florian; KÖLBEL, Julian; RIGOBON, Roberto. **Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings**. 2022. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3438533>>; acesso em 15 de nov. de 2022.

CAPELLE-BLANCARD, Gunther; PETIT, Aurélien. **Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction**. Journal of Business Ethics, volume 157, pg. 543–565, março de 2016.

CHIAVENATO, Idalberto. **Introdução à teoria geral da administração**. 5ª ed. São Paulo: 2021, Editora Atlas.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 22ª ed. São Paulo: 2010, Editora Saraiva.

COYNE, C. J.; BOETTKE, P. J. **O essencial da escola austríaca**. 1ª ed. São Paulo: 2022, Editora Faro.

DAMODARAN, Aswath; CORNELL, Bradford. **ESG: doing good or sounding good**. New York: 2020. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=3557432>>; acesso em 15 de out. 2022.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade**. 1ª ed. Rio de Janeiro: 2016, Editora LTC.

FRIEDMAN, Milton. **The social responsibility of business is to increase its profits**. New York Times, New York, 13 de set. 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>>; acesso em: 28 de out. de 2022.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10ª ed. São Paulo: 2004, Editora Pearson.

GLOSSNER, Simon, **Repeat offenders: ESG incident recidivism and investor underreaction**. 2021. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=3004689>>; acesso em 15 de nov. de 2022.

HART, Oliver. ZINGALES, Luigi. **Companies should maximize shareholder welfare not market value**. Journal of Law, Finance, and Accounting, pg. 247-274, 2ª ed. de 2017. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/108.00000022-hart-vol2no2-jlfa-0022_002.pdf>; acesso em 22 de out. de 2022.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária**. 6ª ed. São Paulo: 2008, Editora Atlas.

KAHN, Alfred E. **The tyranny of small decisions: market failures, imperfections, and the limits of economics**. International Review for Social Sciences, pg. 23-47, volume 19, fevereiro de 1966. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6435.1966.tb02491.x>>; acesso em 22 de out. de 2022.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Avaliação de empresas: como medir e gerenciar o valor das empresas**. 7ª ed. Porto Alegre: 2022, Editora McKinsey.

MATHUR, Iqbal. **Introdução a administração financeira**. Rio de Janeiro: 1984, Editora LTC.

MARGOLIS, J. D.; ELFENBEIN H. A.; WALSH J. P. **Does it pay to be good? And does it matter? A meta analysis of the relationship between corporate social and financial performance**. 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1866371>>; acesso em 04 de nov. de 2022.

NASCIMENTO, Juliana Oliveira (org.). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder**. São Paulo: 2021, Editora Thomson Reuters.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa**, vol. 1. 16ª ed. São Paulo: 2020. Editoria Saraiva.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS; 2004. **Who Cares Wins**. Disponível em: <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf>; acesso em 04 de nov. de 2022.

PEDERSEN, L. H.; FITZGIBBONS S.; POMORSKI K. **Responsible investing, the ESG-efficient frontier**. Nova York: 2019. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3466417>; acesso em 07 de nov. de 2022.

PINDICK, Robert S. RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. São Paulo: 1994, Editora Makron Books.

RIZZARDO, Arnaldo. **Responsabilidade Civil**. 5ª ed. Rio de Janeiro: 2011, Editora Forense.

ROSS. S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2ª ed. São Paulo: 2010, Editora Atlas.

SCHANZENBACH, Max M. SITKOFF, Robert H. **Reconciling fiduciary duty and social conscience: the law and economics of ESG Investing by a Trustee**.

Stanford Law Review, volume 72, pg. 381-454, fevereiro de 2020. Disponível em: <<https://review.law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/3/2020/02/Schanzenbach-Sitkoff-72-Stan.-L.-Rev.-381.pdf>>; acesso em 20 de out. de 2022.

SCHRECK, Philipp. **Reviewing the business case for corporate social responsibility: new evidence and analysis**. Journal of Business Ethics, volume 103, pg. 167-188, maio de 2011.

SMIL, Vaclav. **Energy transitions: global and national perspective**. 2ª ed. Santa Barbara: 2017, Editora Praeger.

SOTO, Jesus Huerta de. **A escola austríaca**. 2ª ed. São Paulo: 2010. Instituto Ludwig von Mises Brasil.

SWENSEN, David F. **Desbravando a gestão de portfólios: uma abordagem não convencional para o investimento institucional**. São Paulo: 2014, Editora Bei.

TORRICELLI, Costanza; BERTELLI, Beatrice. **The trade-off between ESG screening and portfolio diversification in the short and in the long run**. Modena: 2022, disponível em <<https://ssrn.com/abstract=4210779>>; acesso em 15 de out. de 2022.

VOORN, Bart; GENUGTEN, Marieke van; THIEL, Sandra van. **Multiple principals, multiple problems: implications for effective governance**. 2019. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/padm.12587>>; acesso em 19 de nov. 2022.

XIAOLIN, Li; QI, Yue. **On imposing ESG constraints of portfolio selection for sustainable investment and comparing the efficient frontiers in the weight space**. Tianjin: 2020, disponível em <<https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/2158244020975070>>; acesso em 15 de out. de 2022.

WEBER, Ana Carolina. **Responsabilidade societária – danos causados pelos administradores**. São Paulo: 2021, Editora Quartier Latin.