

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 31

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2022

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil). Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestrado em andamento, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTA NÚMERO: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFLA, Brasil), Filipe Medon (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Marcelo Lauar Leite (Doutor, UFRSA, Brasil), Maíra Fajardo (Doutorado em andamento, UFJF, Brasil), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Butruce (Doutor, UERJ, Brasil) e Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 31 (julho/dezembro 2022)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

OS DESAFIOS DO ESG: UMA LEITURA A PARTIR DA TEORIA DA AGÊNCIA¹

THE CHALLENGES OF ESG: A READING FROM THE AGENCY THEORY

*Natanael Santos da Costa**
*Caroline da Rosa Pinheiro***

Resumo: O presente artigo busca analisar como métricas ESG (Environmental, Social, and Governance) podem influenciar as tomadas de decisão dos investidores, bem como que tais critérios vinculam os atos e podem, ao menos em abstrato, ser uma das soluções para o conflito de agência advindo da assimetria informacional à luz das noções desenvolvidas por Eisenhardt (1989), Michael C. Jensen e William H. Meckling (1976). Para tal fim, será realizada por meio do método hipotético-dedutivo de revisão bibliográfica dos conceitos de ESG, investimentos socialmente responsáveis, governança corporativa, compliance, da teoria da agência e as suas interrelações com o tema ESG. A hipótese ante o questionamento posto é de que as métricas ESG, ao elevarem os critérios de Governança, transparência e por estarem vinculadas a padrões éticos e morais, podem mitigar os conflitos de agência, pois interagem com as tomadas de decisões nas sociedades empresárias podendo alinhar e até mesmo vincular os propósitos dos acionistas aos da gestão da organização empresarial.

Palavras-chave: ESG. Governança Corporativa. Conflitos de Agência. Compliance. *Enforcement*.

1 Artigo recebido em: 26.07.2022 e aceito em: 21.11.2022.

* Graduado em Direito pela Universidade Federal de Juiz de Fora – UFJF. Pesquisador no grupo de pesquisa EDRESP -Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade nas áreas de Compliance, Governança Corporativa e ESG. E-mail: natanaelcosta.adv@gmail.com

** Professora de Direito Empresarial da Universidade Federal de Juiz de Fora – UFJF. Doutora pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Coordenadora do Grupo de Pesquisa ‘Empresa, Desenvolvimento e Responsabilidade’ – EDRESP. E-mail: caroline.ufjf@gmail.com

Abstract: This paper aims to analyze the way ESG (Environmental, Social, and Governance) may influence investors' decision-making, as well as how such criteria bind their actions and can, at least abstractly, be one of the solutions to the agency conflict that arises from information asymmetry, in the light of the notions developed by Eisenhardt (1989), Michael C. Jensen and William H. Meckling (1976). For this purpose, a bibliographic review will be carried out, through the hypothetical-inductive method, of the concepts of ESG, Socially Responsible Investments, Corporate Governance, Compliance and Agency Theory, and their interrelationships with the ESG theme. The hypothesis before the presented questioning is that ESG metrics - by raising the criteria of Corporate Governance, as well as raising transparency, besides being linked to ethical and moral standards - can mitigate agency conflicts, as they interact with decision-making in business companies and can align and even link the shareholders' purposes to those of the management of the business organization.

Keywords: ESG. Corporate Governance. Agency Conflict. Compliance. Enforcement.

Sumário: Introdução. 1. O Conceito de Environment, Social and Corporate Governance. 1.1. Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) e Investimentos ESG. 2. Governança Corporativa, *Compliance* e a Teoria da Agência. 3. O *Enforcement* dos Parâmetros ESG e seu Caráter Vinculativo. 3.1 *Compliance* e a implementação de parâmetros ESG. 4. A Teoria da Agência e critérios ESG. Conclusão.

Introdução.

Em um cenário mercadológico de grandes incertezas, marcados por escândalos de corrupção (como no caso da operação Lava

Jato na Petrobrás, que ocasionou no ano de 2015 um impacto negativo de 2,5 pontos percentuais no PIB, do referido ano,² bem como a operação Carne Fraca, apresentando prejuízos de 1,1 bilhão de reais no ano de 2017),³ impacto social negativo gerado por empresas e a prática de crimes ambientais, como nos casos da atuação da companhia Vale em Mariana e Brumadinho no Estado de Minas Gerais relacionados à mineração,⁴ geraram enormes impactos financeiros e a necessidade de se discutir com ainda mais vigor questões relacionadas à sustentabilidade corporativa e a qualidade dos controles implementados.

Desta feita, o modelo tradicional de mercado vem sofrendo desgastes em diversos aspectos, ao passo que os critérios como aprovação social, competitividade e altos padrões de governança são cada vez mais exigidos. Isto porque, os investidores atuais buscam mais por investimentos que estejam alinhados com o impacto da atividade propriamente dita.

Segundo a revista Folha de São Paulo,⁵ em uma análise internacional e nacional, os maiores gestores, *family offices* ou fundos de pensões globais não investem em empresas que não se preocupam com sua sustentabilidade corporativa, que não gerem impactos sociais positivos e que não sejam financeiramente sustentáveis. Por sua

2 COSTAS, Ruth. *Escândalo da Petrobras 'engoliu 2,5% da economia em 2015'*, 2015. Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/12/151201_lavajato_ru. Acesso em: 24 jun. 2021.

3 SALOMÃO, Karin. *2017, o ano em que a JBS abalou o país*, 28 dez. 2017. Disponível em: <https://exame.com/negocios/2017-o-ano-em-que-a-jbs-abalou-o-pais/>. Acesso em: 26 dez. 2021.

4 REDAÇÃO EuQueroInvestir. *Desastres ambientais: Vale (VALE3) e Braskem (BRKM5) pagam preço alto*, 2020. Disponível em: <https://www.euqueroinvestir.com/desastres-ambientais-vale-vale3-braskem-brkm5-pagam-preco-alto/>. Acesso em: 24 jun. 2021.

5 TRINDADE, Eliane. *Nova geração influencia investimento de impacto por famílias bilionárias*, 2018. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/empreendedor-social/fiis/2018/11/nova-geracao-influencia-investimento-de-impacto-por-familias-bilionarias.shtml>. Acesso em: 24 jun. 2021.

vez, segundo o *InfoMoney*,⁶ percebe-se que as administradoras de recursos estão migrando suas carteiras de negócios e estruturando novos produtos direcionados a investimentos em “causas verdes”.

Logo, há um movimento no cenário internacional devido às pressões constantes exercidas pelo Mercado, Estado e Sociedade que já propugna mudanças no aspecto nacional sobre a percepção das sociedades empresárias quanto ao objetivo de continuidade de sua atividade a longo prazo, e da dificuldade desse objetivo ser alcançado caso não se adaptem às exigências do Mercado e aos aspectos sociais e ambientais. O não cumprimento dessas pressões e objetivos influencia na perda de captação de recursos e na percepção dos riscos para os gestores e acionistas.

Assim, as empresas começaram a reconhecer as repercussões de suas ações e seguindo a linha da responsabilidade social corporativa, a qual vem ganhando maior espaço, começou a pavimentar sua atuação em bases mais sólidas,⁷ que contemplem aspectos sociais, ambientais e éticos, que atualmente se convencionou denominar de métricas *ESG* (*Environmental, Social and Governance*).

O comportamento dos chamados de “investidores socialmente responsáveis” pode ser dividido em dois tipos de interesses: a meta

6 ESTADÃO Conteúdo. *Motivadas por demanda global, gestoras brasileiras apostam em “fundos verdes”*, 28 jun. 2018. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/motivadas-por-demanda-global-gestoras-brasileiras-apostam-em-fundos-verdes/>. Acesso em: 13 jan. 2022

7 Exemplo que pode ser dado é com relação às instituições financeiras que para classificarem suas ações como investimentos sustentáveis precisam estar de acordo com algumas normativas (BCB n139, BCB n140, Resolução CMN 4943, 4944 e 4945) estabelecidas pelo Banco Central no ano de 2021 e abordam temas como gerenciamento de riscos sociais, climáticos e ambientais por parte dos bancos e que estabelecem regras para um reporte dessas questões e que passará a ser obrigatório para as instituições financeiras a partir de 2023. Essas normas seguem a linha do Task-Force on Climate-Related Disclosures (TCFD), lançado na reunião sobre o Acordo de Paris, em 2015. CAMARGO, Fernanda. *Investimentos sustentáveis: boas notícias para as novas gerações*. 29 out. 2021. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/colunas/fernanda-camargo/investimentos-sustentaveis-boa-noticia-novas-geracoes>. Acesso em: 13 jan. 2022.

racional-econômica de maximização da riqueza e a responsabilidade social, que em suas tomadas de decisão tomam por base o desempenho das empresas em métricas *ESG*, propugnando a adoção de estratégias de maior foco em governança corporativa com o desígnio de maximização do valor social da empresa, trazendo benefícios nos negócios e para a sociedade em geral.⁸

De acordo com levantamento realizado pela *Morningstar* e pela *Capital Reset*, no ano de 2020 no Brasil, os fundos *ESG* captaram R\$ 2,5 bilhões,⁹ mesmo sendo o mercado de investimentos *ESG* considerado novo. Em resposta à atual tendência de maior ampliação do portfólio de índices *ESG*, houve a criação no ano de 2020 do índice S&P/B3 Brasil *ESG* pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão - antiga BM&FBovespa) em parceria com a S&P Dow Jones, sendo o sétimo índice *ESG* no portfólio da B3. Tal índice utiliza critérios baseados em práticas ambientais, sociais e de governança para selecionar empresas brasileiras para sua carteira.¹⁰

Nesse sentido, percebe-se que tais métricas *ESG* influenciam nas tomadas de decisões da agenda de investidores que buscam por investimentos de maiores retornos financeiros e que estejam em conformidade com práticas de sustentabilidade,¹¹ que em última análise podem influenciar questões referentes aos conflitos de agência (com

8 ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid. Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. *Sustainability: Economic and Business Aspects of Sustainability*, [s. l.], v. 12, p. 1-20, 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/9/3910>. Acesso em: 14 jun. 2021.

9 VIRI, Natalia; ADACHI, Vanessa. *Fundos ESG captaram ao menos R\$ 2,5 bi em 2020 no Brasil. O que está por trás do número?*, 2021. Disponível em: https://www.capitalreset.com/fundos-esg-captaram-ao-menos-r-25-bi-em-2020-no-brasil-o-que-esta-por-tras-do-numero/?utm_campaign=news_41&utm_medium=email&utm_source=RD+Station. Acesso em: 22 jun. 2021.

10 S&P/B3 Brazil ESG Index. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-b3-brazil-esg-index/#overview>. Acesso em: 26 dez. 2021.

11 PACTO GLOBAL (Brasil). *Índice S&P/B3 Brasil ESG analisa adesão aos Dez Princípios entre as empresas listadas*. 2020. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/noticia/486>. Acesso em: 21 jun. 2021.

base na teoria da agência) ao diminuir a percepção de riscos empresariais.

Ante o exposto, o presente artigo tem como objetivo geral analisar as facetas da métricas *ESG* tendo como pressuposto a Teoria da Agência (*Agency Theory*)¹² que impulsiona em grande medida a área de estudo relacionada a governança corporativa e ao compliance,¹³ *além de buscar entender como essa nova tendência mundial pode servir como medida de controle e desenvolvimento do mercado.*

Como objetivo específico, a intenção é analisar de que maneira os critérios *ESG* influenciam as tomadas de decisão dos investidores, bem como se tais critérios vinculam os atos, em certa medida, das sociedades empresárias.

Ante o exposto, indaga-se: se e como é possível que as métricas *ESG* influenciem os interesses entre os acionistas e administradores nas sociedades empresárias e reduzir os conflitos de agência?

Como hipótese, entende-se que, ao elevarem os critérios de Governança Corporativa, transparência e por estarem vinculadas a padrões éticos e morais, as métricas *ESG* podem mitigar os conflitos de agência, pois interagem com as tomadas de decisões nas sociedades empresárias podendo alinhar e até mesmo vincular os propósitos dos acionistas aos da gestão da organização empresarial.

12 CAMPOS, Susana; COSTA, Raquel. Teoria Da Agência, Stewardship E Stakeholders: Um Ensaio Sobre Sua Relevância No Contexto Das Organizações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, Salvador, ano 2018, v. 8, p. 77-91, 2018. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/5416>. Acesso em: 7 jun. 2021.

13 “A maior parte da literatura sobre governança corporativa foi desenvolvida para o contexto anglo-saxão, no qual o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores, em decorrência da estrutura de propriedade pulverizada presente na maioria das grandes companhias abertas” (FAMÁ, Rubens; DA SILVEIRA, Alexandre; LANZANA, Ana P.; BARROS, Lucas A. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904362a372.pdf>. Acesso em: 08 jan. 2022).

A perquirição do problema *sub examine*, utilizou-se do método hipotético-dedutivo por meio de revisão de literatura, tendo por marco teórico as ideias desenvolvidas por Eisenhardt em sua obra “*Agency Theory: An Assessment and Review*”,¹⁴ bem como no ensaio “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” dos autores Michael C. Jensen e William H. Meckling, sendo estas obras referenciadas como clássicas quanto ao tema e que dão suporte e detalhes indispensáveis a análise dos critérios *ESG* na ótica da teoria da agência.

O referencial teórico para aprofundamento do tema *ESG* buscou-se na literatura estrangeira sendo selecionado as ponderações desenvolvidas por Maha Faisal Alsayegh, Rashidah Abdul Rahman e Saeid Homayoun no seu ensaio “*Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure*”,¹⁵ artigos estes selecionados devido ao aprofundamento dado no tema e sua riqueza de detalhes.

Para tanto, o trabalho será estruturado considerando no item 1 a análise do conceito de *ESG*, resgatando sua origem e sua repercussão nas organizações empresariais quanto à responsabilidade corporativa. O item 1.1 será destinado a examinar a interrelação que há entre investimentos socialmente responsáveis e a adoção de métricas *ESG* ao panorama empresarial. Já o item 2 tem por premissa revisitar conceitos de Governança Corporativa, *Compliance* e a Teoria da Agência, demonstrando como eles se relacionam e como o *ESG* é incorporado nestas esferas.

Em seguida no item 3 foram analisadas as críticas ao *ESG*, seu *enforcement* interno e externo, bem como o caráter vinculativo assu-

14 EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. *The Academy of management review*, New York, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989. Disponível em: [http://strategy.sjsu.edu/www.stable/pdf/Eisenhardt,%20K.%20M.,%201989,%20The%20Academy%20of%20Management%20Review%2014\(1\)%2057-74.pdf](http://strategy.sjsu.edu/www.stable/pdf/Eisenhardt,%20K.%20M.,%201989,%20The%20Academy%20of%20Management%20Review%2014(1)%2057-74.pdf). Acesso em: 28 nov. 2021.

15 ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid. *Op. Cit.*

mido após a sua adesão; O item 3.1 é destinado para entender como métricas ESG podem contribuir para a resolução dos conflitos de agência advindos da assimetria informacional e, por fim, o item 4 sintetiza as a possível relação entre os Critérios ESG e a teoria da Agência.

1. O Conceito de *Environment, Social and Corporate Governance*.

As sociedades empresárias que atuam na dinâmica da lógica capitalista, geram e modificam suas diretrizes para a sua sobrevivência e perpetuação em um mundo mercadológico voraz por mudanças.¹⁶ Nisto, ao debruçar-se sobre as estruturas e dinâmicas do capitalismo, chega-se à premissa de que não há mais espaço para uma visão simplista e reducionista de que somente o capital produzido é que dá alicerce para sustentar as organizações no mercado. Neste momento, a comunicação organizacional encontra seu devido lugar, mostrando aspectos que subsidiam decisões importantes para o crescimento das instituições. Nesse sentido, a escola francesa da regulação, originada em meados da década de 1970, teve como objetivo principal desenvolver e atualizar a análise de Marx do modo de produção capitalista para compreender as transformações econômicas do século XX.

Dentre estes aspectos, o conceito de “*triple Bottom Line*” desenvolvido pelo sociólogo inglês John Elkington¹⁷ que elenca as definições de prosperidade econômica, qualidade ambiental e justiça

16 COSTA, E.; FERREZIN, N. B. ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) e a comunicação: o tripé da sustentabilidade aplicado às organizações globalizadas. *Revista Alterjor*, [S. l.], v. 24, n. 2, p. 79-95, 2021. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/alterjor/article/view/187464>. Acesso em: 28 nov. 2021.

17 ELKINGTON, J. *Canibais com garfo e faca*. São Paulo: MAKRON Books Ltda, 2001. Disponível em: <https://docplayer.com.br/13986099-Canibais-com-garfo-e-faca.html>. Acesso em: 28 nov. 2021.

social simultaneamente, vem sendo fortemente incentivado e aplicado, sobretudo pelas organizações por meio da implementação do termo *ESG* (*Environmental, Social and Corporate Governance*) ou ASG (*Ambiente, Social e Governança Corporativa*). Segundo Alsayegh, Rahman e Homayoun¹⁸ as empresas podem dinamizar as estratégias de negócio da seguinte forma:

Corporate sustainable performance includes the concept of the ‘Triple Bottom Line,’ introduced by [...], in which companies incorporate EES in their business strategy, aiming at protecting and sustaining society and the environment for future generations while maximizing the market capitalization objective. While corporations previously focused primarily on the company’s shareholders, now other stakeholders are also viewed as important. Specifically, for an organization to be sustainable, it must be financially secure to create long-term value, it must be able to reduce the impact on the environment through its product innovations and activities, and it must adopt a strategy to generate a competitive advantage that is in line with societal expectations.¹⁹

Assim, para melhor entendimento e aprofundamento do tema, faz-se necessário trazer uma breve conceituação de cada letra correspondente do termo aqui estudado. O conceito de *ESG* teve sua primeira aparição no relatório de Princípios de Investimento Responsá-

18 ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid., *Op. Cit.*, p. 3-4

19 Tradução livre: “O desempenho corporativo sustentável inclui o conceito de “Triple Bottom Line”, introduzido por [31], no qual as empresas incorporam o EES em sua estratégia de negócios, visando proteger e sustentar a sociedade e o meio ambiente para as gerações futuras, maximizando o objetivo de capitalização de mercado. Enquanto as empresas anteriormente se concentravam principalmente nos acionistas da empresa, agora outras partes interessadas também são vistas como importantes. Especificamente, para uma organização ser sustentável, deve ser financeiramente segura para criar valor de longo prazo, deve ser capaz de reduzir o impacto no meio ambiente por meio de inovações de produtos e atividades, e deve adotar uma estratégia para gerar uma vantagem competitiva que está de acordo com as expectativas da sociedade.”

vel das Nações Unidas (*The report of the United Nations Principles of Responsible Investment*) que recomendava que os investidores considerassem os parâmetros de *ESG* como indispensáveis para a tomada de decisões de seus investimentos.

O termo *ESG* em essência avalia as práticas ambientais, sociais e de governança corporativa de uma organização empresarial e combina o desempenho dessas práticas. O aspecto ambiental indica o esforço desta para reduzir o consumo de recursos e as emissões, preservando o ecossistema e minimizando os impactos gerados pela atividade. Já desempenho social está ligado a relação das sociedades empresárias para com o respeito aos Direitos Humanos, à qualidade do emprego, à responsabilidade pelo produto e às relações com a comunidade.²⁰

E finalmente o desempenho de governança corporativa de uma organização empresária indica os direitos e responsabilidades da gestão de uma empresa, ou seja, lida com a estrutura de governança de uma organização.²¹

Destarte, o conceito de *ESG* trabalha com informações materiais extra financeiras²² garantindo ao mercado, e em última análise, ao investidor, informações relevantes e que influenciam nos julgamentos de investimentos, haja vista que permite julgamentos de investimentos mais diferenciados ao fornecer parâmetros para que os investidores avaliem melhor os riscos e oportunidades, sendo que os pontos abordados pelo *ESG* trazem como o foco principal a sustentabilidade das corporações.²³

20 YOON, Bohyun; LEE, Jeong Hwan; BYUN, Ryan. Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, [s. l.], v. 10, p. 01-18, 2018. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/10/3635>. Acesso em: 15 jun. 2021.

21 *Ibidem*.

22 BASSEN, A., & KOVÁCS, A. M. Environmental, social and governance key performance indicators from a capital market perspective. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, Alemanha, v. 9. n. 2, p. 182-192, 2008. Disponível em: <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-348863>. Acesso em: 19 jun. 2021

23 A título de exemplo, as companhias brasileiras CEMIG, Azul e Bradesco, já são adeptas as

A sustentabilidade corporativa é advinda da junção de diversos fatores, dentre os quais merecem atenção os três principais componentes supracitados, pois eles geram o resultado útil de aumento de eficiência, valor agregado para os acionistas e desenvolvimento sustentável, concebendo investimentos socialmente responsáveis (SRI - Socially Responsible Investments). Tal fato demonstra a crescente alteração no comportamento dos agentes do mercado sobre as decisões quanto a investimento, conforme afirmam Alsayegh, Rahman e Homayoun:²⁴

Companies have started to realize that their future landscape can hardly be achieved without paying due attention to their sustainability strategies and without disclosing environmental, social, and governance (ESG) information, which includes various dimensions related to the environment, society, and government [...] In response to the increased intention of responsible investors to consider a company's performance on the ESG factors when making their investment decisions, companies have started to adopt stakeholder-oriented strategies and maximize social value. Furthermore, the authors of [5,6] have provided evidence that companies that actively manage ESG sustainability reap the benefits of superior shared value for both the business and society.²⁵

métricas ESG e participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE B3) que é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial.

24 ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid. *Op. Cit.*, p. 1-2.

25 Tradução livre: "As empresas começaram a perceber que seu cenário futuro dificilmente pode ser alcançado sem dar a devida atenção às suas estratégias de sustentabilidade e sem divulgar informações ambientais, sociais e de governança (ESG), que incluem várias dimensões relacionadas ao meio ambiente, sociedade e governo [...] Em resposta ao aumento da intenção de investidores responsáveis de considerar o desempenho de uma empresa nos fatores ESG ao tomar suas decisões de investimento, as empresas começaram a adotar estratégias orientadas para os stakeholders e maximizar o valor social. Além disso, os autores de [5,6] forneceram evidências de que as empresas que gerenciam ativamente a sustentabilidade ESG colhem os benefícios de um valor compartilhado superior para os negócios e a sociedade".

Isto não significa, necessariamente, dizer que haveria o detrimen- to dos balanços financeiros devido a defesa e incentivo a questõ- es éticas e ambientais e sim uma valorização dos resultados com base em tais questões. SRI's representam o resultado de um eficiente e funci- onal gerenciamento dos fatores de risco,²⁶ haja vista que estão me- nos propensos a perdas econômicas relacionadas a impactos ambien- tais e sociais. Farber,²⁷ ainda suscita a relevância e mensuração do risco como fator preponderante que afeta a formação do portfólio dos investidores, que será mais bem explorado na seção seguinte.

1.1. Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) e Investi- mentos ESG.

A responsabilidade social tem como uma de suas premissas básicas a coerência ética nas atividades e interações com um público multifacetado, devendo colaborar com o desenvolvimento contínuo dos relacionamentos entre si, das comunidades, pessoas e o meio ambiente.²⁸ Em outras palavras, a responsabilidade social nasce de um compromisso da organização com a sociedade, em que sua parti- cipação vai mais além do que apenas gerar empregos, impostos e lucros.

Assim, as sociedades empresárias ao vincularem suas condu- tas a comportamentos éticos e socialmente responsáveis adquirem prestígio e aprovação social, tanto na esfera das comunidades atingi- das por suas atividades como o engajamento de seus investidores e consumidores.²⁹

26 FARBER, Pedro Henrique Bufon. Análise da eficiência de carteiras de investimento ESG otimizadas em escala global. 2018. 35 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) — Universidade de Brasília, Brasília, 2018. Disponível em: <https://bdm.unb.br/handle/10483/25603>. Acesso em: 29 nov. 2021.

27 *Idem*.

28 INSTITUTO ETHOS. Disponível em: <https://www.ethos.org.br>. Acesso em: 27 dez. 2021.

29 MACEDO, M. A. da S.; SOUSA, A. C.; SOUSA, A. C. C. Desempenho de empresas socialmente

O Investimento Socialmente Responsável (SRI) é a modalidade de investimento que mescla a análise de questões sociais, ambientais e de governança corporativa tendo por fulcro a maximização dos retornos aos acionistas. Para que as organizações possam participar de tal modalidade é necessário que a questão socioambiental e fundamentos de ética e governança corporativa sejam considerados como itens de fundamental importância para a gestão empresarial.³⁰

O investimento em ações de sociedades empresárias socialmente responsáveis veio para suprir a mudança de mentalidade dos investidores, pois estes buscam critérios específicos de investimentos a partir da adesão de princípios ao escolherem o seu portfólio, excluindo deste os ativos que não cumprem determinados padrões éticos e princípios sociais.³¹

Já com relação à Responsabilidade Social Corporativa as métricas *ESG* se põem em maior evidência, pois segundo Oliveira *et al* as ações das empresas devem ser traçadas por estratégias que estejam em consonância com as necessidades sociais, pois além do lucro e da

responsáveis: uma análise por índices contábil-financeiros. *Revista Produção Online*, [S. l.], v. 7, n. 4, 2008. Disponível em: <https://www.producaoonline.org.br/rpo/article/view/59>. Acesso em: 27 dez. 2021.

30 ROSA, F. S. da; ENSSLIN, S. R.; ENSSLIN, L.; MENEZES, E. Investimentos socialmente responsáveis (isr): uma análise comparativa sobre diversificação de carteira. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, [S. l.], v. 9, n. 25, p. 33–45, 2011. Disponível em: <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/1091>. Acesso em: 28 dez. 2021.

31 Caso emblemático e que demonstra a nova exigência dos mercados está no fato de a empresa Vale bem como a Eletrobrás serem excluídas do maior fundo soberano do mundo, que retirou as empresas de seus investimentos devido a preocupações ambientais e de direitos humanos. “O Norges Bank Investment Management disse em comunicado que excluiu a Vale do fundo de pensão de US\$ 1 trilhão da Noruega após os rompimentos de barragens que mataram centenas de pessoas e causaram danos ao meio ambiente. A Eletrobras foi retirada devido ao ‘risco inaceitável’ de que a companhia contribua para violações graves ou sistemáticas de direitos humanos.” Para mais informações, acessar: FREITAS JR., Gerson; ANDRADE, Vinícius. *Fundo soberano da Noruega exclui Vale e Eletrobras do portfólio*, 13 mai. 2020. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/bloomberg/2020/05/13/fundo-soberano-da-noruega-exclui-vale-e-eletrobras-do-portfolio.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 16 jan. 2022.

satisfação de seus clientes, também devem agregar valores extraeconômicos aos negócios e a sua imagem reputacional.

No Brasil, a antiga Bovespa lançou em 1º de dezembro de 2005 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), atualmente intitulado de ISE B3, que tem por objetivo oferecer ao mercado um indicador para as ações de empresas comprometidas com a responsabilidade social, sustentabilidade empresarial e promotoras de boas práticas de governança corporativa.

Este índice tem a função de apoiar os investidores na tomada de decisão de investimento, ao passo que induz as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade, uma vez que as práticas *ESG* contribuem para a perenidade dos negócios,³² sendo que será trabalhado com maiores detalhes no item 3.

Assim, percebe-se que as organizações que adotam melhores práticas organizacionais têm maior probabilidade de fidelização de seus clientes, bem como de atrair investidores.³³

Logo, o mercado globalizado exige maior uniformização e evidenciação de procedimentos gerenciais relativos à adoção de mecanismos de responsabilidade social e de governança corporativa como elementos indispensáveis para o sucesso da empresa, sendo que Oliveira *et al.*,³⁴ ainda salienta:

A transparência nas ações empresariais, também conhecida pelo desejo de informar, é uma medida de valor no ambiente da economia mundial-

32 Para maiores informações, acessar: <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acesso em: 27 dez. 2021

33 OLIVEIRA, M. C.; DAHER, W. M.; OLIVEIRA, B. C. Responsabilidade social corporativa e geração de valor reputacional: estudo de multicaso, segundo o modelo de Hopkins, de empresas do setor energético do nordeste brasileiro. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. Anais do IV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2006. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos62006/37.pdf>. Acesso em: 27 dez 2021.

34 OLIVEIRA *et al.*, *Op. Cit.*, p. 06.

zada, sendo elemento constituinte do compartilhamento de poder, de informação e do processo decisório no sentido de que os agentes que gravitam em torno das corporações possam entender melhor o funcionamento delas e, por essa razão, se constitui em diferencial competitivo.

Destarte, a valorização da transparência nas organizações é princípio norteador das relações existentes nos mais variados segmentos de negócios e com os *stakeholders*, pois tem o condão de reduzir conflitos de interesse e oportunismo decorrentes da atividade.³⁵

Isto posto, fato é que ampliar as práticas do exercício ético nas atividades empresariais e criar uma cultura de transparência é sempre benéfico à imagem corporativa, cabendo a Governança Corporativa das organizações trabalhar e implementar estes diversos aspectos.

2. Governança Corporativa, *Compliance* e a Teoria da Agência.

Berle e Means, ao tratarem em sua obra “*The Modern Corporation and Private Property*” a respeito da separação entre a propriedade e controle já indicavam para as possíveis dificuldades desta relação. Também, cabe créditos a obra de Jensen e Meckling³⁶ a trazer com riqueza de detalhes ensaio sobre a teoria da agência e os conflitos que advém da relação entre o agente e o principal.³⁷

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ Artigo publicado no Journal of Financial Economics intitulado “Teoria da agência: comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade”. Este ensaio integra elementos da teoria da agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria das finanças para desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade da empresa. bem como define o conceito de custos de agência, e mostra sua relação com a questão de ‘separação e controle’, além de investigar a natureza dos custos de agência gerados pela existência de dívida e capital externo. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043. Acesso em: 27 nov. 2021.

³⁷ DIAS, Daniela Pirolo. Efeitos da interação entre conexões políticas e governança corporativa

Como forma de controlar os problemas advindos dessa separação, considerou-se a governança corporativa que, segundo Filho e Picolin³⁸ é a junção de várias regras de direção e controle ao qual é submetida uma determinada organização empresarial. Assim, por meio da governança corporativa há vários mecanismos de monitoramento dos gestores das organizações com fulcro de salvaguardar os interesses dos acionistas, bem como diminuir os conflitos de interesses gerados dessa relação.

Destarte, fato é que as iniciativas de implementação de “padrões de governança corporativa” mundo afora relacionam-se com a diversificação de investimentos nacionais e estrangeiros e com a necessidade de segurança nos retornos financeiros no ambiente corporativo. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.³⁹

Dias,⁴⁰ corrobora com o entendimento de que a Governança Corporativa surgiu da necessidade de neutralizar os conflitos de

no valor de mercado das empresas brasileiras. Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares. 2020. 68 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2020. Disponível em: <https://www.acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/69019/R%20-%20D%20-%20DANIELA%20PIROLO%20DIAS.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 28 nov. 2021.

38 FILHO, Joaquim Rubens Fontes; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública (RAP)*, Rio de Janeiro, ano 2008, v. 42, ed. 6, p. 1163-1188, nov./dez. 2008. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-76122008000600007&script=sci_abstract&tlng=pt. Acesso em: 23 mar. 2021.

39 Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 27 nov. 2021.

agência, que são conflitos de interesses que passaram a existir dentro das empresas nos mercados de capitais, entre o agente e o principal, no papel de proprietário e do gestor.

Este conflito de agência é amplificado, na maioria dos casos, pelo fato de haver dentro da organização empresarial assimetria de informações, ou seja, as partes envolvidas não possuem acesso a todas as informações e motivações do agente no momento de tomada de decisão,⁴¹ sendo que a atuação utilitarista do agente (pois ambas as partes almejam benefícios próprios, maximizando a sua utilidade na relação) e as diferentes visões do risco agregado fazem com que haja esse desalinhamento de interesses.⁴²

Neste sentido, a governança corporativa sempre teve em seu cerne o objetivo desenvolver mecanismos que viessem a evitar os oportunismos gerenciais (*self-dealing*),⁴³ dentro do mercado de capital aberto, criados pelas assimetrias de informações e a elevada dispersão dos proprietários, sempre com a meta de garantir o melhor interesse dos acionistas.⁴⁴ Logo, a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos e procedimentos pelos quais as empresas são dirigidas e controladas.⁴⁵

40 *Idem*.

41 GOMES, Rafael de Paula; MORAES, Luiz Cláudio. Responsabilidade fiscal dos administradores e seus impactos na governança corporativa. *Revista Múltipla*, Brasília, ano 2010, v. 23, ed. 29, p. 121-132, 2010. Disponível em: https://upis.br/biblioteca/pdf/revistas/revista_multipla/multipla29.pdf. Acesso em: 9 jun. 2021.

42 EISENHARDT, K. M., *Op. Cit.*, p. 60.

43 “a situation in which someone uses their position in an organization to gain a personal advantage” - conceito dado pela Cambridge Dictionary. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/self-dealing>. Acesso em: 29 nov. 2021.

44 FILHO, Joaquim Rubens Fontes. Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma análise segundo as teorias da agência e institucional. Orientador: Moisés Balassiano. 2004. 185 p. Tese (Doutorado em Administração) - Fundação Getúlio Vargas - Escola Brasileira De Administração Pública E De Empresas, Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/3268>. Acesso em: 13 jun. 2021.

Ademais, a governança corporativa surgiu da necessidade de criar mecanismos internos que pudessem diminuir tal assimetria de informações gerada pelos conflitos de agência, permitindo maior fluxo de transparência e simetria informacional,⁴⁶ objetivando garantir o direito dos acionistas diante de abusos dos gestores, bem como preservar a ética, transparência e responsabilidade pelos resultados e prestação de contas dos gestores.⁴⁷

Não obstante a governança corporativa lide com problemas relacionados à transparência com fulcro a dirimir a assimetria informacional, normalmente ela se relaciona com a administração de conflitos internos das sociedades, que embora trabalhe e desenvolva alguns aspectos dos critérios *ESG*, por si só não abarca todos os aspectos a serem desenvolvidos a respeito dos parâmetros *ESG*, haja vista que estes contemplam uma perspectiva mais ampla⁴⁸ que melhor pode ser desenvolvida no âmbito do *compliance*.

Embora o *compliance* e a governança corporativa refiram-se à implementação de mecanismos internos de controle na sociedade empresária, eles são em essência distintos.⁴⁹ A governança corporativa diz respeito a mecanismos de direção e controle da corporação e está vinculada ao Conselho de Administração. Já o *compliance*, segundo Griffith,⁵⁰ advém da força do próprio Estado (ou seja, de um

45 GRIFFITH, S. J. Corporate Governance in an Era of Compliance. *William & Mary Law Review*, New York, v. 57, n. 6, p. 2075–2140, 2016. Disponível em: https://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/873/. Acesso em: 26 dez. 2021.

46 FONTES FILHO, J. R. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei no 13.303/2016). *Revista do Serviço Público*, Brasília, v. 69, p. 181–209, 2018.

47 PINHEIRO, Caroline da Rosa. Os impactos dos programas de integridade (*compliance*) sobre os deveres e responsabilidade dos acionistas controladores e dos administradores de companhia. (Tese Doutorado em Empresa e Atividades Econômicas). Rio de Janeiro: Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2017.

48 *Idem*.

49 GRIFFITH, S. J. *Op. Cit.*, p. 2099.

50 *Idem*.

elemento exógeno), sendo que consiste na adoção de um conjunto de procedimentos internos pela empresa a fim de adaptar seu comportamento a normas (não necessariamente legais) aplicáveis.

O *compliance* (termo que, literalmente, designa o ato de cumprir), ou programa de integridade, enquanto conjunto de procedimentos utilizado por sociedades empresárias a fim de otimizar o cumprimento de normas legais, regulamentos e políticas por ela estabelecidas, com o intuito de mitigar riscos se revela mais amplo.⁵¹ Nesse mesmo sentido, Ana Paula Candeloro, Maria Balbina Martins de Rizzo e Vinicius Pinho⁵² afirmam que o *compliance* “é um conjunto de regras, padrões, procedimentos éticos e legais, que, uma vez definido e implantado, será a linha mestra que orientará o comportamento da instituição no mercado em que atua, bem como a atitude dos seus funcionários”.⁵³

Assim, o *compliance* abarca a observância, pelas companhias, de parâmetros regulatórios, legais, éticos e morais, que impactam no desenvolvimento de sua política institucional para persecução do objeto social, a fim de eliminar vícios. Em outros termos, o *compliance* é responsável pela adequação da atividade empresarial a altos padrões de transparência, credibilidade e integridade.

Indo um pouco mais além, a zona de confluência entre o *compliance* e a governança corporativa repousa no fato de que os dois sistemas reclamam por um mecanismo interno de controle, sendo que o *compliance* possui mecanismos básicos (monitoração, *enforcement* das normas sociais e estruturação de procedimentos) que dão fundamento a operação dos negócios da sociedade empresária.⁵⁴

51 PINHEIRO, Caroline. *Op. Cit.*

52 CANDELORO, Ana Paula P.; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinicius. *Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo*. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2012.

53 *Idem.*

54 OLIVEIRA, Fabrício de Souza; SAMPAIO, Kelly Cristine Baião. O Compliance na era da ESG:

Logo, de acordo com Oliveira e Sampaio,⁵⁵ o *compliance* é assemelhado a um “*universal corporate governance activity*”. Ora, fato é que as companhias que aderem métricas *ESG* se vinculam a elas, sendo que ao incorporarem os objetivos *ESG* aos seus códigos de conduta e os divulgá-los, estes passam a ter caráter vinculante para as sociedades empresárias, sob pena de comprometerem a efetividade dos mecanismos de integridade,⁵⁶ devendo as companhias possuir mecanismos internos de controle das normativas.

3. O Enforcement dos Parâmetros ESG e seu Caráter Vinculativo.

Crítica que é suscitada com relação a *ESG* está direcionada ao entendimento de que estes parâmetros tenham o efeito meramente declaratório, o que em outros termos significa dizer que, as sociedades empresárias estariam aderindo aos parâmetros apenas em seu aspecto formal, mas não materializando os compromissos adotados no mundo fático, insistindo no caráter não cogente das normas a qual se comprometeram.

No âmbito dessa discussão, Hans Taparia no ensaio intitulado “The World May Be Better Off Without ESG Investing”⁵⁷ *tece críticas a nova modalidade de investimentos sustentável afirmando que muitas*

Uma resposta a Sean J. Griffith. In: PINHEIRO, Caroline da Rosa *et al* (Coord.). *Compliance entre a Teoria e a Prática*. Reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 105-118.

55 *Idem*, p. 106.

56 TEUBNER, Gunther. Politics, Governance, and the Law: Transnational Economic Constitutionalism in the Varieties of Capitalism. *Global Perspectives*, California, n. 1, v. 13412, [S. l.], 2020. Disponível em: <https://online.ucpress.edu/gp/article/1/1/13412/110924/Transnational-Economic-Constitutionalism-in-the>. Acesso em: 15 jan. 2022

57 Ensaio publicado no Jornal “Stanford Social Innovation Review” na data de 14 de junho de 2021. TAPARIA, Hans. The World May Be Better Off Without ESG Investing. 14 jul. 2021. Disponível em: https://ssir.org/articles/entry/the_world_may_be_better_off_without_esg_investing#. Acesso em: 25 jan. 2022.

das sociedades empresárias inseridas nas métricas ESG ainda estão muito aquém no quesito de responsabilidade corporativa no mundo fático, se limitando muitas vezes ao cumprimento de requisitos meramente formais.

Nesse mesmo sentido, Aswath Damodaran em um evento realizado pela MOI Global intitulado "*Meet The Author*"⁵⁸ teceu severas críticas ao tema *ESG* sendo que uma delas está direcionada ao fato de que setores do mercado que propagam a narrativa de *ESG* - se beneficiando desse segmento de investimentos - não possuem mecanismos para a efetivação do que é divulgado. Cabe analisar assim, a natureza jurídica que assume os parâmetros *ESG* ao serem incorporados aos programas de integridade das sociedades empresariais e qual caráter eles assumem em relação ao mercado de capitais e aos seus investidores.

Os programas de integridade, que surgiram como um mecanismo de política autorregulatória, fazem parte de um conjunto de controles internos de uma corporação e que tem por meta o cumprimento normativo e *enforcement* dessas normas; e que por meio do *compliance* garante efetividade e eficiência da regulação interna das organizações, englobando variados métodos de produção normativa *interna corporis* com fulcro ao cumprimento normativo.⁵⁹

Teubner,⁶⁰ ao entender que com a inversão da relação entre leis estatais e leis privadas, estas passam a ser definidas pelas próprias sociedades empresárias como precisas e cogentes, assumindo a natu-

58 MOI Global Editorial Team. *Aswath Damodaran on His Book*, The Dark Side of Valuation, 18 jul. 2021. Disponível em: <https://moiglobal.com/aswath-damodaran-the-dark-side-of-valuation/>. Acesso em: 25 jan. 2022.

59 AYUPE, Carolina Guimarães; NETO, Hugo Vidigal. Enforcement e Compliance: Desafios dos Programas de Integridade na Aplicação de Sanções. Um Panorama do Novo Mercado. In: PINHEIRO, Caroline da Rosa *et al.*, (Coord.). *Compliance entre a Teoria e a Prática*: Reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 369-390.

60 *Ibidem*.

reza de *hard law*, entendendo assim os programas de integridades como cogentes, pois embora voluntários, a partir de sua criação e implementação acabam por vincular a organização a ele.

Neste mesmo sentido, Ayupe e Neto⁶¹ entendem que os programas de integridade possuem natureza de negócio jurídico com força vinculante, já que possuem à vontade tanto em seu pressuposto fático quanto em seus efeitos (estes decorrendo tanto de previsões legais e regulamentares como também da própria vontade da organização) e devem observância a princípios como a boa-fé objetiva, não podendo assim, assumir posicionamentos contrários aos previamente definidos.

Para garantir e fiscalizar essas normas preestabelecidas, as quais abordam as premissas e vinculação das atividade empresária para com as métricas ESG, além dos controles internos das companhias, o Estado regulador por meio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exerce a atribuição regulatória do mercado de valores mobiliários, juntamente com a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), cabendo a ressalva que esta exerce controle autorregulatório, garantido o *enforcement* de boas práticas corporativas por meio do controle externo.

Este controle externo com relação às métricas *ESG* pode ser analisado na CVM por meio dos formulários de Referência (FRE)⁶² que são documentos obrigatórios para companhias abertas e que servem para dar aos investidores um panorama geral das empresas. Este formulário não será analisado para fins deste artigo, pois demandaria aprofundamento merecedor de outro ensaio.

Já, para efeitos meramente ilustrativos da atividade regulatória e a efetivação do *enforcement* das métricas *ESG* realizado pela B3 serão trazidos exemplos obtidos por meio da análise documental inicial

61 AYUPE, Carolina Guimarães; NETO, Hugo Vidigal. *Op. Cit.*, p. 379

62 CVM. *Cias Abertas*: Documentos: Formulário de Referência (FRE). [S. l.]. Disponível em: http://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre. Acesso em: 26 jan. 2022

do documento “Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)” obtido no sítio eletrônico oficial da B3 por meio dos *links* em sequência: “Market Data e Índices”,⁶³ “Índices de Sustentabilidade”,⁶⁴ “Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)”⁶⁵ e logo após “Diretrizes do ISE”⁶⁶ na barra de rolagem.

Este documento demonstra que para a inclusão das sociedades empresárias na ISE B3 é necessário o preenchimento de requisitos mínimos formais e materiais, dentre os quais se encontra-se o “Questionário ISE B3” que possui quatro dimensões avaliativas sendo elas: Capital Humano, Governança Corporativa e Alta gestão, Modelo de Negócio e Inovação, Capital Social, Meio Ambiente e por fim, Mudança no Clima.

É necessário ainda pontuar que todas estas dimensões apresentam questões que são consideradas gerais a todo segmento empresarial, bem como há questões segmentadas a serem respondidas por cada setor do Mercado. Tal segmentação permite a análise pormenorizada pelo ISE B3 e melhor fiscalização do cumprimento das diretrizes do Índice.

Assim, a B3 atua constantemente como entidade autorreguladora na verificação do *enforcement* das métricas *ESG*, sendo que a

63 BOLSA BALCÃO BRASIL. *Índices de Sustentabilidade*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.htm. Acesso em: 26 jan. 2022.

64 BOLSA BALCÃO BRASIL. *Índices de Sustentabilidade*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/. Acesso em: 26 jan. 2022.

65 BOLSA BALCÃO BRASIL. *Índices de Sustentabilidade*. Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.htm. Acesso em: 26 jan. 2022.

66 BOLSA BALCÃO BRASIL. *Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (Ise B3)*. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/F6/B2/FB/2C/6B6AA71096B63AA7AC094EA8/Diretrizes%20do%20ISE.pdf>. Acesso em: 26 jan. 2022.

título de exemplo há o procedimento de aplicação de sanções e até mesmo exclusão das Organizações listadas no ISE B3, caso haja o não cumprimento das Diretrizes do Índice, todavia tal procedimento não será analisado para fins desta pesquisa,⁶⁷ limitando a demonstrar a existência de procedimentos pelos órgãos reguladores para verificação da efetividade e eficiência das organizações que adotam critérios *ESG* como requisitos de atuação em determinados índices da B3.

3.1. *Compliance* e a implementação de parâmetros *ESG*.

O *compliance* e *ESG* possuem vários pontos de convergência,⁶⁸ sendo que ambos têm por finalidade ir além do simples cumprimento de normativas, mas também de serem protagonistas do aprimoramento da atividade empresarial aos diferenciados cenários.

De acordo com a pesquisa "Maturidade de *Compliance* no Brasil-Beyond *Compliance*",⁶⁹ realizada pela KPMG junto a 55 empresas, as organizações podem ampliar a mitigação de riscos e incorporar a cultura *ESG*, de forma estratégica, ao seu modelo de gestão, entendendo como as métricas *ESG* podem ser implementadas e trabalhadas dentro do marco legal e regulatório na esfera organizacional e comercial da organização.

Fato é que o *compliance* vai além de simplesmente cumprir com a aplicação da lei e dos regulamentos, sendo que “*Compliance*

67 B3. *Tratativas da B3 Crises que afetam participantes do ISE B3*. Para maiores informações, acessar: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Monitoramento_de_Participantes_-_jan2022.pdf. Acesso em: 27 jan. 2022.

68 Um exemplo simples a respeito dos pontos de convergência entre o *compliance* e *ESG* é a corrupção: um dos pontos centrais do *compliance* que é muito trabalhado na literatura está relacionado ao combate a corrupção, não por acaso, é um ponto central para a aferição de *ESG* que coloca o comportamento ético como um de seus pilares.

69 KPMG. *Entenda o nível de maturidade do compliance no Brasil*. Disponível em: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/07/compliance-combate-corrupcao.html>. Acesso em: 28 dez. 2020.

*officers also administer corporate “ethics” policies on a wide variety of subjects. Other soft standards such as “reputation risk” also come within the ambit of the contemporary compliance function.”*⁷⁰

Destarte, pensar em ESG no âmbito do compliance é poder observar a atividade empresarial de forma integrada, garantindo maiores benefícios para um maior grupo de stakeholders, pois em um primeiro momento a área tem ferramentas que podem contribuir com o desenvolvimento da agenda ESG, inclusive sensibilizando a alta direção sobre a visão do todo, bem como dar suporte ao cumprimento das normativas relacionadas ao tema.⁷¹ Obviamente o propósito do compliance não é a sustentabilidade, mas sua atividade se relaciona com a sustentabilidade e perenidade do negócio. A ética e o respeito permeiam programas eficazes de compliance e ações ESG.⁷²

Ainda que a incorporação de métricas *ESG* venha ampliar o interesse social das companhias, temas mais urgentes e que são convergentes com o *compliance* já podem ser trabalhados, como o endereçamento das externalidades negativas da atividade empresarial.⁷³ Frazão,⁷⁴ destaca que este endereçamento de externalidades possui

70 GRIFFITH, S. J. *Op. Cit.*, p. 2082.

71 REDAÇÃO LEC. *A evolução do ESG e o papel do compliance*, 10 ago. 2021. Disponível em: <https://lec.com.br/a-evolucao-do-esg-e-o-papel-do-compliance-2/>. Acesso em: 27 dez. 2021.

72 CAMPOS, Susana; COSTA, Raquel. Teoria da agência, stewardship e stakeholders: um ensaio sobre sua relevância no contexto das organizações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, Salvador, ano 2018, v. 8, ed. 3, p. 77-91, 2018. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/5416>. Acesso em: 7 jun. 2021.

73 “A respeito de vários desses problemas, a controvérsia sobre eventuais soluções não envolve, em muitos casos, nem mesmo iniciativas voluntárias de responsabilidade social, que aumentem ou sofisticuem as obrigações já previstas na regulação. Ao contrário, a solução de muitos problemas concretos requer tão somente a observância da regulação já existente pelos agentes econômicos e seus parceiros, tal como ocorre no caso das discussões sobre o respeito à legislação ambiental, trabalhista e consumerista no âmbito de cadeias produtivas.” (FRAZÃO, Ana. Capitalismo de stakeholders e investimentos ESG: Considerações sobre o tema após 50 anos da publicação do artigo seminal de Milton Friedman. *JOTA*, online, n. 3, 12 mai. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicaoempresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-3-12052021>. Acesso em: 28 dez. 2021.)

efeito dúplice, servindo como uma atividade em conformidade com as legislações existentes, como para servir de incentivo à implementação de condutas voluntárias para resolver questões ainda não reguladas satisfatoriamente, mas que após serem implementadas, tornam as normativas vinculantes.

Deve-se assim, por meio de programas de integridade bem estruturados, e aplicados pelo setor de *compliance*, o tratamento das complexidades das sociedades empresariais prezando pela manutenção da legalidade, bem como da ética empresarial, e em última análise, das questões *ESG*. tal medida contribui para a eficiência dos negócios sociais, ao passo que sua correta aplicação reduz riscos que podem vir a serem gerados pelas sociedades no exercício de suas atividades.

Logo, a combinação de motivações calculadas, sociais e normativas possuem o aspecto de conscientização da atividade empresarial, além de gerar busca cada vez maior das organizações pelo desejo de estar em conformidade com as regulações e a analisar suas capacidades de cumprir os objetivos traçados pelo *compliance*.⁷⁵

Como já mencionado, a política de *ESG* pode ser desenvolvida pelos programas de *compliance* das sociedades empresárias, ao passo que podem ser fiscalizadas pelos órgãos que fiscalizam o mercado (como a B3, por exemplo), tomando por base os programas lançados pelas organizações e que se tornam vinculantes à atividade.⁷⁶

74 *Idem*.

75 FRANCO, Brenda Dutra. Programas de Conformidade: Uma Análise sobre Governança e Sustentabilidade das Companhias do Novo Mercado. In: PINHEIRO, Caroline da Rosa *et al*, (Coord.). *Compliance entre a Teoria e a Prática: Reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado*. 1. ed. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 343-367.

76 Contribuindo ao debate, Franco (FRANCO, Brenda Dutra (2022)., *Op. Cit.*, p. 357) ao delinear a interrelação entre *compliance*, mercado e *ESG*, afirma: “Assim como o *compliance* as práticas relacionadas ao *ESG* possuem como objetivo diminuir a assimetria informacional entre os gestores e os stakeholders. Para a verdadeira efetivação do desenvolvimento sustentável e

4. A Teoria da Agência e critérios ESG.

Uma das contribuições que a Teoria da Agência proporcionou está relacionada com a implicação e alocação do risco, pois ela estende o pensamento organizacional, levando as ramificações da incerteza do resultado às suas implicações para a criação de risco.⁷⁷

Ora, partindo do pressuposto de que as organizações empresariais, durante o desenvolver de suas atividades, têm os eventos futuros como parcialmente controlados ou incertos, diversos fatores influenciam e afetam os resultados, tais como questões ambientais, alteração da concorrência, aspectos sociais, a regulamentação emanada do Estado, que são vistas como incertezas.

Eisenhardt⁷⁸ demonstra que tal incerteza futura é pode ser parcialmente controlada pelos membros da organização e que esta deve ser analisada em parâmetros de compensação de risco/recompensa, e não apenas como uma inaptidão ou incapacidade de realizar um planejamento futuro, apresentando como ilustração ao pensamento as incertezas e riscos relacionados com o avanço tecnológico. Assim, a autora afirma:⁷⁹

Uncertainty is viewed in terms of risk/reward trade-offs, not just in terms of inability to preplan. The implication is that outcome uncertainty coupled with differences in willingness to accept risk should influence contracts between principal and agent.⁸⁰

na aplicação nos programas de integridade, é necessário que a lógica do mercado, bem como a dos órgãos que o regulam e fiscalizam, não seja meramente protocolar em matéria de compliance - tratando-o, como instrumento meramente declaratório, - e sim se torne um documento vinculativo.”

77 EISENHARDT, K. M., *Op. Cit.*

78 *Idem.*

79 *Ibidem*, p. 65.

80 Tradução livre: “A incerteza é vista em termos de compensações de risco / recompensa, não apenas em termos de incapacidade de planejar antecipadamente. A implicação é que a

Isto posto, e fazendo paralelo com estratégias *ESG*, as sociedades empresárias que se vinculam ao alto padrão de ética corporativa e organizacional dos padrões *ESG* ganham vantagem competitiva, reputação, eficiência operacional, redução de desperdícios, o que faz com que melhorem seu desempenho e valor compartilhado, maximizando o objetivo de capitalização de mercado.⁸¹

Jensen e Meckling (defensores da proposta teórica da Teoria positivista da Agência)⁸² ao explicarem a separação entre a propriedade e o controle evidenciam os benefícios advindos dessa separação, embora haja sempre os custos que são identificados com os problemas de agência, sendo eles o somatório dos custos de monitoração que são suportados pelos acionistas, bem como custos advindos dos mecanismos de alinhamento entre os interesses dos agentes.⁸³

A era da *ESG* traz exatamente a mudança de mentalidade para sociedades empresárias e questiona o modelo tradicional dos mercados de capitais em que a satisfação dos acionistas era o único foco, pois começa a ser considerado outros valores, sejam normativos ou sociais que garantem à organização retornos além dos financeiros.⁸⁴ Além disso, traz a perspectiva de outros grupos de interesses existentes para as discussões sobre governança corporativa e a sua melhor forma de satisfação e alinhamento desses interesses.

Em uma conclusão parcial, percebe-se os custos advindos dos mecanismos de alinhamento entre os interesses dos agentes podem ser diminuídos quando já exista interesses previamente delineados a

incerteza do resultado, juntamente com as diferenças na disposição de aceitar o risco, devem influenciar os contratos entre o principal e o agente.”

81 ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid., *Op. Cit.*, 2020

82 “Herdeira da abordagem pró shareholder, a Teoria Positiva da Agência entende que os interesses dos acionistas são internalizados na relação de agência, Os demais interesses são tutelados pela regulação, que é externa à relação societária” (OLIVEIRA, Fabrício de Souza; SAMPAIO, Kelly Cristine Baião. (2022), *Op. Cit.*, p. 110).

83 OLIVEIRA *et al*, *Op. Cit.*

84 *Ibidem*.

serem alcançados, como é o caso da pasta *ESG*, a partir dos quais o alinhamento da sociedade empresarial já está de certa forma delimitado e com objetivos claros a serem atingidos, o que diminui espaços para subjetividades do agente para com o principal.

Obviamente, a pauta *ESG* não está ligada apenas a fatores internos de alinhamento voluntário entre os objetivos privados e sociais dentro das organizações empresariais. É necessário que haja estímulo por meio de uma estrutura de incentivos ou desenhos de mecanismos,⁸⁵ como um conjunto de leis que venham a diminuir os conflitos de agência, dificultando oportunismos ao passo que possam a vir prevenir externalidades negativas. Ainda, Sztajn e Filho⁸⁶ defendem que:

[...] leis inibidoras de oportunismos, devem prevenir externalidades negativas, fazendo-se necessário que o legislador esteja presente e que a sociedade cobre o preço por eventuais comportamentos imediatistas do mesmo. [...] Toma-se ainda por dado que os comportamentos dos agentes privados, no que tange às respectivas decisões, da perspectiva da persecução dos objetivos de qualidade de vida e preservação dos recursos naturais exauríveis, demandam participação dos gestores públicos e privados no funcionamento dos mercados a fim de que estes reproduzam, por meio de incentivos, a essência do mecanismo previamente desenhado.

Assim, é necessário que exista uma estrutura de incentivos e desincentivos, com o fulcro a prevenir comportamentos privados em desacordo com o socialmente esperado (o que gera problemas de agência), o que como explicitado anteriormente pode ser realizado

85 SZTAJN, Rachel; Filho, Milton Barossi. Environment, Social and Corporate Governance: Qualidade de vida e Mercados. In: PINHEIRO, Caroline da Rosa *et al* (Coord.). *Compliance entre a Teoria e a Prática*: Reflexões contemporâneas e análise dos programas de integridade das companhias listadas no Novo Mercado. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 173-186.

86 *Ibidem*, p. 184.

na própria estrutura interna da sociedade por meio de da Governança Corporativa e implementada, bem como regulada, pela área de *compliance*, diminuindo a imperfeição informacional, ao passo que também faz-se necessária uma estrutura externa de controle dos que é realizado pelo mercado de capitais, Estado e Sociedade.

Conclusão.

Em conclusão, o presente artigo, apoiado em estudos doutrinários acerca da *ESG* e de sua possível relação com a teoria da agência, buscou, em abstrato, ressaltar a importância deste tema para a ordem econômica e as novas estruturas de mercado. Consequentemente, demonstrou a relação das métricas *ESG* com a governança corporativa e o *compliance* das sociedades empresárias.

Nesta perspectiva, demonstrou-se que as métricas *ESG*, embora possuam caráter voluntário ao serem internalizadas pelas organizações assumem caráter vinculante, devendo ser inseridas nos programas de integridade, na linha de raciocínio preconizada por Teubner e descrita no item 3 deste trabalho, sendo regulada inicialmente pela área de *compliance*, visando superar a imperfeição informacional, típico conflito explanado pela teoria da agência.

Destarte, a hipótese inicialmente formulada no sentido de que a adesão de métricas *ESG* possa influenciar e alinhar os interesses entre os acionistas e administradores das organizações empresariais reduzindo o conflito de agência foi confirmada. De fato, constatou-se que os custos advindos dos mecanismos de alinhamento entre os interesses dos agentes podem ser diminuídos quando já exista interesses previamente delineados a serem alcançados, como é o caso da pasta *ESG* a partir dos quais o alinhamento da sociedade empresarial já está de certa forma delimitado e com objetivos claros a serem atingidos, o que diminui espaços para subjetividades do agente para com o principal.

Ante esse cenário, o presente trabalho demonstrou a importância do *enforcement* tanto interno como externo para efetivação das políticas ESG, demonstrando a importância das agências reguladoras e autorreguladoras quanto à admissão e fiscalização das organizações empresariais adepta a investimentos socialmente responsáveis.

Obviamente não pretendeu-se com este artigo afirmar que as métricas *ESG* possam solucionar em definitivo os conflitos de agências, haja vista sua complexidade e suas origens múltiplas, mas de que com a delimitação ao problema de assimetria informacional entre agente e principal as métricas *ESG* quando bem alinhadas a programas de integridade efetivos e implementadas internamente como externamente, podem ser sim fator de diminuição da assimetria informacional existente na organizações empresariais.

