

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DIREITO**

NATANAEL SANTOS DA COSTA

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

**Juiz de Fora
2022**

NATANAEL SANTOS DA COSTA

OS DESAFIOS DO *ESG*: UMA LEITURA A PARTIR DA TEORIA DA AGÊNCIA

Artigo científico apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel. Na área de concentração Direito Privado (Empresarial) sob orientação da Prof^a Dr^a Caroline da Rosa Pinheiro.

Orientadora: Doutora Prof^a Caroline da Rosa Pinheiro.

**Juiz de Fora
2022**

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Costa, Natanael Santos da.

Os desafios do ESG : uma leitura a partir da Teoria da Agência / Natanael Santos da Costa. -- 2022.

30 p.

Orientadora: Caroline da Rosa Pinheiro

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Direito, 2022.

1. ESG. 2. Governança Corporativa. 3. Conflitos de Agência. 4. Compliance. 5. Enforcement. I. Pinheiro, Caroline da Rosa, orient. II. Título.

FOLHA DE APROVAÇÃO

NATANAEL SANTOS DA COSTA

OS DESAFIOS DO *ESG*: UMA LEITURA A PARTIR DA TEORIA DA AGÊNCIA

Artigo científico apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel. Na área de concentração Direito Privado (Empresarial) sob orientação da Profa. Dra. Caroline da Rosa Pinheiro.

BANCA EXAMINADORA

Orientadora: Profa. Dra. Caroline da Rosa Pinheiro
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Fabrício de Souza Oliveira
Universidade Federal de Juiz de Fora

Profa. Dra. Máira Farjado Linhares Pereira
Universidade Federal de Juiz de Fora

PARECER DA BANCA

() APROVADO

() REPROVADO

Juiz de Fora, 16 de fevereiro de 2022

**Dedico este trabalho a minha Mãe Rose
que sempre me apoiou e a minha
saudosa Vó Magui.**

AGRADECIMENTOS

Chegar até aqui é resultado de inúmeros apoios e aprendizados. Agradeço à minha família que mesmo longe se fez presente, me ajudou, e ajuda todos os dias da minha vida, em especial a minha amada Mãe Rose, melhor amiga, confidente e a pessoa que mais torce pelo meu sucesso.

Agradeço aos meus amigos e amigas que foram e são minha companhia durante toda minha graduação, foram minha companhia nos melhores momentos e nos piores. Agradeço a companhia em todas as noites e madrugadas de preparação para as provas!

Agradeço a todos meus professores e professoras que ao longo de cada período abriram meus horizontes para novas perspectivas e a ver o Direito como a área de maior transformação social e de ajuda aos que realmente carecem de apoio. Agradeço a minha professora Caroline que com seu modo de ensino me encantou pela área de Direito empresarial, bem como me deu oportunidades de crescimento acadêmico e profissional.

Quero agradecer à Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), à Faculdade de Direito da UFJF, à Universidad de Santo Tomás no Chile e a todas as instituições terceiras que possibilitaram minha formação acadêmica. Ser um estudante de uma universidade pública de qualidade é algo que agradeço e me dá muito orgulho.

Agradeço a Deus, a essa energia divina que me protege em todos os momentos, me guia e me deu a oportunidade de sonhar. Agradeço ao divino por me dar forças durante todos esses anos. Por fim, agradeço a mim, me agradeço por ter resistido e persistido durante esses anos em uma cidade e estado muito diferentes e distantes da minha casa.

RESUMO

O presente trabalho 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-indutivo de revisão bibliográfica dos conceitos de *ESG*, Investimentos socialmente responsáveis, Governança corporativa, *compliance* e 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 Corporativa, 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*.

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

1. INTRODUÇÃO	8
2. DESENVOLVIMENTO	11
2.1 O Conceito de Environment, Social and Corporate Governance	11
2.2 Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) e Investimentos <i>ESG</i>	14
2.3 Governança Corporativa, Compliance e a Teoria da Agência	15
2.4 O <i>Enforcement</i> dos Parâmetros <i>ESG</i> e seu Caráter Vinculativo	18
2.5 Compliance e a implementação de parâmetros <i>ESG</i>	21
2.6 A Teoria da Agência e critérios <i>ESG</i>	23
3. CONCLUSÃO	25
4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	26

1. 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 ano¹, bem como a operação Carne Fraca, apresentando prejuízos de 1,1 bilhão de reais no ano de 2017²), 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 mineração³, 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 ao longo dos anos sofrendo desgastes em diversos aspectos, ao passo que os critérios como aprovação social, competitividade e altos padrões de governança são exigidos. Isto porque os investidores atuais buscam cada vez mais por investimentos que estejam alinhados com o impacto da atividade.

Segundo a revista Folha de São Paulo⁴, 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 vez, segundo o *InfoMoney*⁵, 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 as aspectos sociais e ambientais. O não cumprimento dessas pressões

¹ Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/12/151201_lavajato_ru. Acesso em: 24 jun. 2021.

² Disponível em: <https://exame.com/negocios/2017-o-ano-em-que-a-jbs-abalou-o-pais/>. Acesso em: 26 dez. 2021.

³ Disponível em: <https://www.euqueroinvestir.com/desastres-ambientais-vale-vale3-braskem-brkm5-pagam-preco-alto/>. Acesso em: 24 jun. 2021.

⁴ Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/fiis/2018/11/nova-geracao-influencia-investimento-de-impacto-por-familias-bilionarias.shtml>. Acesso em: 24 jun. 2021

⁵ Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/motivadas-por-demanda-global-gestoras-brasileiras-apostam-em-fundos-verdes/> Acesso em: 13 jan. 2022

e objetivos postos influencia na perda de captação de recursos e na percepção dos riscos para os gestores bem como aos seus acionistas.

Fato é que, as empresas começaram a reconhecer as repercussões de suas ações e a pavimentar a sua atuação em bases mais sólidas⁶, que contemplem aspectos sociais, ambientais e éticos, que atualmente se convencionou denominar de métricas *ESG* (*Environmental, Social and Governance*).

O comportamento dos investidores socialmente responsáveis pode ser dividido em dois tipos de interesses: a meta racional e 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 (ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

De acordo com levantamento realizado pela *Morningstar* e pela *Capital Reset*, no ano de 2020 no Brasil, os fundos *ESG* captaram R\$ 2,5 bilhões⁷, 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.⁸

Nesse sentido, percebe-se a relevância 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 (GLOBAL,2020), que em última análise podem influenciar em questões referente a conflitos de agência (com base na teoria da agência) ao diminuir a percepção de riscos empresariais.

⁶ 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 Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/columnas/fernanda-camargo/investimentos-sustentaveis-boa-noticia-novas-geracoes>. Acesso em: 13 jan. 2022.

⁷ 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.

⁸ Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-b3-brazil-esg-index/#overview>. Acesso em 26 dez de 2021.

Ante o exposto, o presente trabalho tem como objetivo geral descortinar e analisar as facetas da métricas *ESG* tendo como pressuposto a Teoria da Agência (*Agency Theory*) que impulsiona em grande medida a área de estudo relacionada a governança corporativa e ao *compliance*,⁹ 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 tais critérios vinculam os atos, em certa medida, das sociedades empresárias.

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

Como hipótese, entende-se que sim, as métricas *ESG* ao elevarem os critérios de Governança Corporativa, 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.

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 (1989) em sua obra “*Agency Theory: An Assessment and Review*”, bem como no ensaio “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” dos autores Michael C. Jensen e William H. Meckling (1976), 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 (2021) no seu ensaio “*Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure*”.

Para tanto, o trabalho será estruturado considerando no item 2.1 a análise do conceito de *ESG*, resgatando sua origem e sua repercussão nas organizações empresariais quanto à

⁹“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 et al, p. 362, 2004).

responsabilidade corporativa. O item 2.2 será destinado a examinar a interrelação que há entre investimentos socialmente responsáveis e a adoção de métricas *ESG* ao panorama empresarial. Já o item 2.3 tem por premissa revisar 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 2.4 foram analisadas as críticas ao *ESG*, seu *enforcement* interno como externo, e o seu caráter vinculativo assumido após a sua adesão; O item 2.5 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 3 sintetiza as conclusões deste trabalho.

2. DESENVOLVIMENTO

2.1 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 (Costa, E., & Ferezin, N. B. 2021). 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.

Dentre estes aspectos, o conceito de “*triple Bottom Line*” desenvolvido pelo sociólogo inglês John Elkington (2001) que elenca as definições de prosperidade econômica, qualidade ambiental e justiça 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 Homayoun (p. 3-4, 2020) 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.¹⁰

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 Responsável 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 (YOON; LEE; BYUN, 2018)

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 (YOON; LEE; BYUN, 2018).

Destarte, o conceito de *ESG* trabalha com informações materiais extra financeiras 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 corporações¹¹.

¹⁰ 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.”

¹¹ A título de exemplo, as companhias brasileiras CEMIG, Azul e Bradesco, já são adeptas as métricas *ESG* e participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE B3) que é um indicador do

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 (p. 1-2, 2020):

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.¹²

Isto não significa, necessariamente, dizer que haveria o detrimento dos balanços financeiros devido a defesa e incentivo a questões éticas e ambientais e sim uma valorização dos resultados com base em tais questões¹³. *SRI's* representam o resultado de um eficiente e funcional gerenciamento dos fatores de risco (FARBER, 2018), haja vista que estão menos propensos a perdas econômicas relacionadas a impactos ambientais e sociais. Farber (2018), 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.

desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial.

¹² 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”

¹³ Para aprofundamento sobre o assunto, indicamos a obra 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. 1. ed. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 173-186.

2.2 Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) e Investimentos *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 (ETHOS, 2007). Em outras palavras, a responsabilidade social nasce de um compromisso da organização com a sociedade, em que sua participação vai mais além do que apenas gerar empregos, impostos e lucros.

Assim, as sociedades empresárias ao vincularem suas condutas a comportamentos éticos e socialmente responsáveis adquirem prestígio e aprovação social, tanto na esfera das comunidades atingidas por suas atividades como o engajamento de seus investidores e consumidores (MACEDO *et. al*, 2020)

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 (ROSA *et al*, 2011).

O investimento em ações de sociedades empresárias socialmente responsáveis veio para suprir a mudança de mentalidade dos investidores que 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 sociais¹⁴.

Já com relação à Responsabilidade Social Corporativa as métricas *ESG* se põem em maior evidência, pois segundo Oliveira *et al* (2006) as ações das empresas devem ser traçadas por estratégias que estejam em consonância com as necessidades sociais, pois além do lucro e da satisfação de seus clientes, também devem agregar valores extraeconômicos aos negócios e a sua imagem reputacional.

¹⁴ 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: <https://economia.uol.com.br/noticias/bloomberg/2020/05/13/fundo-soberano-da-noruega-exclui-vale-e-eletobras-do-portfolio.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em 16 jan. 2022

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 de 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 negócios¹⁵, sendo que será trabalhado com maiores detalhes no subitem 2.3.1.

Assim, percebe-se que as organizações que adotam melhores práticas organizacionais têm maior probabilidade de fidelização de seus clientes, bem como de atrair investidores. (OLIVEIRA, *et al*, 2006).

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* (p. 6, 2006) ainda salienta:

A transparência nas ações empresariais, também conhecida pelo desejo de informar, é uma medida de valor no ambiente da economia mundializada, 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 (OLIVEIRA, *et al*, 2006).

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.

2.3 Governança Corporativa, *Compliance* e a Teoria da Agência

Berle e Means (1933), ao tratarem em sua obra “*The Modern Corporation and Private Property*” a respeito da separação entre a propriedade e controle já indicavam para os possíveis

¹⁵ Para maiores informações, acessar: <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acesso em 27 dez. 2021

dificuldades desta relação. Também, cabe créditos a obra de Jensen e Meckling (1976)¹⁶ 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 (DIAS, 2020).

Como forma de controlar os problemas advindos dessa separação, considerou-se a governança corporativa que, segundo Filho e Picolin (2008) 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 e 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 (2021):

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.¹⁷

Dias (2020), corrobora com o entendimento de que a Governança Corporativa surgiu da necessidade de neutralizar os conflitos de 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 (GOMES; MORAES, 2010), sendo que a atuação utilitarista do agente (pois ambas as partes almejam benefícios próprios, maximizando a sua utilidade na relação) e as diferentes

¹⁶ 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 de nov. 2021.

¹⁷ Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 27 de nov. 2021.

visões do risco agregado fazem com que haja esse desalinhamento de interesses (EISENHARDT, 1989).

Neste sentido, a governança corporativa sempre teve em seu cerne o objetivo desenvolver mecanismos que viessem a evitar os oportunismos gerenciais (*self-dealing*)¹⁸, 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 (FONTES FILHO, 2018). Logo, a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos e procedimentos pelos quais as empresas são dirigidas e controladas (GRIFFITH, 2016).

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 (FONTES FILHO, 2018), 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 gestores¹⁹.

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 ampla²⁰ 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 (GRIFFITH, 2016). 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 (2016), advém da força do próprio Estado (ou seja, de um 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.

¹⁸ “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.

¹⁹ 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

²⁰ *Ibidem*.

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 (PINHEIRO, 2017). Nesse mesmo sentido, Ana Paula Candeloro, Maria Balbina Martins de Rizzo e Vinicius Pinho (2012) 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”²¹.

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 do negócios da sociedade empresária (OLIVEIRA; SAMPAIO, 2022).

Logo, de acordo com Oliveira e Sampaio (2022), 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 (TEUBNER, 2020) devendo as companhias possuir mecanismos internos de controle das normativas.

2.4 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

²¹ 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.

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*”²² tece críticas a nova modalidade de investimentos sustentável afirmando que muitas 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*”²³ 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 (AYUPE; NETO 2022).

Teubner (2020) 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 natureza 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 Neto (2022) 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

²² Ensaio publicado no Jornal “Stanford Social Innovation Review” na data de 14 de junho de 2021. Disponível em: https://ssir.org/articles/entry/the_world_may_be_better_off_without_esg_investing#. Acesso em 25 jan. 2022.

²³ Disponível em: <https://moiglobal.com/aswath-damodaran-the-dark-side-of-valuation/> Acesso em 25 jan. 2022.

princípios como a boa-fé objetiva, não podendo assim, assumir posicionamentos contrários aos previamente definidos.

Para garantir e fiscalizar essas normas preestabelecidas, 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 (AYUPE; NETO 2022).

Este controle externo com relação às métricas *ESG* pode ser analisado na CVM por meio dos formulários de Referência (FRE)²⁴ 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 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”²⁵, “Índices de Sustentabilidade”²⁶, “Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)”²⁷ e logo após “Diretrizes do ISE”²⁸ 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.

²⁴ Disponível em: http://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre. Acesso em 26 jan. 2022

²⁵ 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.

²⁶ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/. Acesso em: 26 jan. 2022.

²⁷ 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

²⁸ Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/F6/B2/FB/2C/6B6AA71096B63AA7AC094EA8/Diretrizes%20do%20ISE.pdf>. Acesso em: 26 jan. 2022.

Assim, a B3 atua constantemente como entidade autorreguladora na verificação do *enforcement* das métricas *ESG*, sendo que a 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 pesquisa²⁹, 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.

2.5 *Compliance* e a implementação de parâmetros *ESG*

O *compliance* e *ESG* possuem vários pontos de convergência³⁰, 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*"³¹, 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 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.*" (Griffith p. 2082, 2016).

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

²⁹ Para maiores informações, acessar: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Monitoramento_de_Participantes_-_jan2022.pdf. Acesso em: 27 jan. 2022.

³⁰ 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.

³¹ Disponível em: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/07/compliance-combate-corrupcao.html>. Acesso em 28 dez 2020.

todo, bem como dar suporte ao cumprimento das normativas relacionadas ao tema.³² 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*.

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 empresarial³³. Frazão (2021) destaca que este endereçamento de externalidades possui 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 das 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* (FRANCO, 2022).

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.³⁴

³² LEC (Brasil) (ed.). A Evolução Do ESG E O Papel Do *Compliance*. In: A Evolução Do ESG E O Papel Do *Compliance*. [S. l.], 10 ago. 2021. Disponível em: <https://lec.com.br/a-evolucao-do-esg-e-o-papel-do-compliance-2/>. Acesso em: 27 dez. 2021.

³³ “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, 2021)

³⁴ Contribuindo ao debate, Franco (2022) 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 sua aplicação nos programas de integridade, é necessário que a lógica do

2.6. A Teoria da Agência e critérios *ESG*

Um das contribuições que a Teoria da Agência 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 (EISENHARDT, 1989).

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.

Eisenhardt (1989) demonstra que tal incerteza futura é 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:

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 agent³⁵ (EISENHARDT, p. 65, 1989)

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 (ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

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.”

³⁵ 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 incerteza do resultado, juntamente com as diferenças na disposição de aceitar o risco, devem influenciar os contratos entre o principal e o agente.”

Jensen e Meckling (defensores da proposta teórica da Teoria positivista da Agência³⁶) 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 (OLIVEIRA; SAMPAIO, 2022).

A nova 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 (OLIVEIRA; SAMPAIO, 2022). 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.

Ora, 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 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 (SZTAJN; FILHO, 2022), 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 Filho (p. 184, 2022) 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.

³⁶ “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; SAMPAIO, p. 110, 2022)

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 na própria estrutura interna da sociedade por meio de da Governança Corporativa e implementada bem como regulada pela área de *compliance*, superando 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.

3. 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, sendo regulada inicialmente pela área de *compliance*, visando superar a imperfeição informacional, típico conflito explicado 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 adeptas 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.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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. DOI 10.3390/su12093910. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/9/3910>. Acesso em: 14 jun. 2021

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. 1. ed. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 369-390.

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

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/BA, 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.

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

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. DOI: 10.11606/issn.2176-1507.v24i2p79-95. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/alterjor/article/view/187464>. Acesso em: 28 nov. 2021.

DIAS, Daniela Pirollo. **Efeitos da interação entre conexões políticas e governança corporativa 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.

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.

EISENHARDT, K. M. (1989). **Agency theory: An assessment and review**. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. 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.

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, 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.

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.

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 Getulio 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.

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. DOI <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-76122008000600007>. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-76122008000600007&script=sci_abstract&tlng=pt. Acesso em: 23 mar. 2021.

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.

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 maio 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-3-12052021>. Acesso em: 28 dez. 2021.

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*, v. 69, p. 181–209, 2018.

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.

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

IBGC (Brasil). **Princípios que geram valor de longo prazo**. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (Brasil). *Governança Corporativa*. [S. l.], 2021. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 28 nov. 2021

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

MACEDO, M. A. da S.; SOUSA, A. C.; SOUSA, A. C. C. **Desempenho de empresas socialmente responsáveis: uma análise por índices contábil-financeiros**. Revista *Produção Online*, [S. l.], v. 7, n. 4, 2008. DOI: 10.14488/1676-1901.v7i4.59. Disponível em: <https://www.producaoonline.org.br/rpo/article/view/59>. Acesso em: 27 dez. 2021.

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.

OLIVEIRA, Fabrício de Souza; SAMPAIO, Kelly Cristine Baião. **O Compliance na era da ESG: 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*. 1. ed. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 105-118.

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://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos62006/37.pdf> Acesso em 27 dez 2021.

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

PEREIRA, Maria Vanuza; SOUZA, André Luis Souza. **Paradoxos entre governança corporativa e ocorrência de práticas de corrupção em empresas públicas: uma análise à luz da teoria da agência**. Revista *Formadores - Vivências e Estudos*, Cachoeira - Bahia, v. 10,

n. 4, p. 5 - 25, jun. 2017. Disponível em: <https://seer-adventista.com.br/ojs3/index.php/formadores/article/view/846>. Acesso em: 13 jun. 2021.

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.

ROSA, F. S. da; ENSSLIN, S. R.; ENSSLIN, L.; MENEZES, E. **Investimentos socialmente responsáveis (ISR): uma análise comparativa sobre diversificação de carteira** - DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v9n25p33-45>. Revista Catarinense da Ciência Contábil, [S. l.], v. 9, n. 25, p. p. 33-45, 2011. Disponível em: <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/1091>. Acesso em: 28 dez. 2021.

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. 1. ed. Indaiatuba: FOCO, 2022. p. 173-186.

TEUBNER, G. **Politics, Governance, and the Law: Transnational Economic Constitutionalism in the Varieties of Capitalism.** Global Perspectives, University of California Press. 2020. Disponível em: <https://online.ucpress.edu/gp/article/1/1/13412/110924/Transnational-Economic-Constitutionalism-in-the>. Acesso em 15 jan. 2022