

# SUSTENTABILIDADE E AS EMPRESAS: PERCEÇÃO DO MERCADO ACERCA DOS PILARES DE ESG<sup>108</sup>

*Sustainability and companies: Market perception of ESG pillars*

## **SOSTENIBILIDAD Y EMPRESA: PERCEPCIÓN DE LOS PILARES DE LA ESG POR PARTE DEL MERCADO**

*Gilberto do Couto Santos<sup>109</sup>*

**ÁREA(S) DO DIREITO:** Direito Ambiental; Direito Comercial.

### **Resumo**

A sociedade atual exige muito mais das empresas que só produtos e serviços para seu consumo. Os consumidores se tornaram exigentes de produtos sustentáveis, o que exige das empresas se adaptarem para continuarem a ser competitivas. É neste cenário que se torna interessante analisar como a responsabilidade social e sustentabilidade, com vistas aos pilares de ESG, têm se desenvolvido ao longo do tempo. Este estudo, pois, analisa a evolução do pensamento sobre sustentabilidade e responsabilidade social, e a como se tem reivindicado às empresas adotarem comportamentos socialmente responsáveis, bem como a influência de tal pensamento sobre as organizações ao longo do tempo. Estudos demonstraram que as questões de ESG têm aparecido nos debates nas empresas, alguns aspectos já mostram reflexos no desenvolvimento das organizações como em governança. Contudo, as evidências ainda demonstraram a ausência de ganhos significativos, sobretudo no mercado de capitais, associados às companhias que se comprometem com medidas sustentáveis. Tal cenário parece estar associado à prevalência do pensamento maximizador de lucro, principalmente com seu foco em resultados trimestrais e não em ações e ganhos de longo prazo.

**PALAVRAS-CHAVE:** Economia. Sustentabilidade. ESG. Empresas. Mercados. Mercado Financeiro.

### **Abstract**

---

<sup>108</sup> Recebido em 18/abril/2023. Aceito para publicação em 05/maio/2023.

<sup>109</sup> <sup>109</sup> Doutorando em direito, pelo Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade Federal de Santa Catarina. Agradecimentos à FAPESC, como órgão concessor de Bolsas, pelo incentivo à pesquisa e ao desenvolvimento, através da bolsa de estudos em doutorado. *E-mail:* gilcsster@gmail.com

*The current society demands much more from companies than just products and services for consumption. Consumers have become demanding of sustainable products, which requires companies to adapt to remain competitive. It is in this scenario that it becomes interesting to analyze how social responsibility and sustainability, with a view to the ESG pillars, have developed over time. This study, therefore, analyzes the evolution of thinking about sustainability and social responsibility, and how companies have been demanded to adopt socially responsible behavior, as well as the influence of such thinking on organizations over time. Studies have shown that ESG issues have appeared in debates in companies, some aspects already showing reflections in the development of organizations as in governance. However, the evidence still showed the absence of significant gains, especially in the capital market, associated with companies that commit to sustainable measures. Such a scenario seems to be associated with the prevalence of profit-maximizing thinking, mainly with its focus on quarterly results and not on actions and long-term gains.*

**Keywords:** *Economy. Sustainability. ESG. Companies. Markets. Financial Market.*

**SUMÁRIO:** Introdução; 1. Antecedentes Históricos. 2. A importância das empresas no desenvolvimento sustentável. 3. O Crédito Carbono, alternativa de transação. 4. Percepção do mercado sobre as empresas e ESG na atualidade; 5. Considerações finais; 6. Conclusão. Referências.

## **INTRODUÇÃO**

As transformações sociais ocorridas ao longo do tempo apresentam um desafio cada vez maior para as pessoas e as empresas nas suas relações. As empresas já perceberam a necessidade de ultrapassar a mera demonstração dos seus produtos de forma atraente. Compreenderam que precisam ir além, que precisam demonstrar a presença de um "caráter" socialmente aceitável da empresa, precisam comercializar sua própria imagem, sendo aqui, imagem, a marca, os produtos e sua cultura e como esta se relaciona e envolve com o mercado. Na realidade atual, o debate sobre a questão se simplifica pela proposição ou demonstração do envolvimento das empresas com os pilares de "ESG", ou seja, sua relação com Environmental(meio ambiente - ou governança ambiental), Social(social - ou governança social) e Governance(governança, ou governança corporativa).

Neste preâmbulo, as organizações se preocupam em demonstrar que buscam desenvolver políticas que respeitam o meio ambiente, valorizam e respeitam políticas sociais importantes, como medidas de inserções de minorias e classes

discriminadas e ações de governanças que demonstram o respeito por parte da alta administração aos stakeholders, sobretudo na formulação de suas políticas, respeitando grupos minoritários de poder e evitando medidas conhecidas como entrincheiramento<sup>110</sup>, valorizando em suas ações medidas de alinhamento<sup>111</sup> (SANTOS, 2022).

Por outro lado, as pessoas perceberam que a ação das empresas dependem do comportamento adotado por elas, o que significa que agirão conforme a disposição e exigência das pessoas acerca dos produtos e serviços que desejam consumir. Isto mostra a compreensão das pessoas que seu comportamento direcionará as ações das empresas. Assim, podem por incentivos e sanções estimular ou desincentivar determinados comportamentos das organizações, que se constituem pela compra ou rejeição de produtos, ou pela compra ou venda de ações daquelas negociadas em mercado aberto de capitais. Simplificadamente, as pessoas podem direcionar os rumos das organizações, através de medidas de incentivo e sanções de consumo de seus produtos, forçando-as a direcionarem suas ações rumo aos anseios, ou princípios socialmente aceitos pela sociedade, ainda que na inexistência de leis e princípios legais positivados.

---

<sup>110</sup> O efeito entrincheiramento surge a partir do alcance de determinada faixa de concentração de propriedade e controle, formando agrupamento de acionistas e concentrando o poder de controle. Apesar da formação de tais grupos, criam-se blocos de poder que atuam como proteção a tentativas hostis de assumir o controle da companhia, ao mesmo tempo reduz o poder de conselho de administração independentes e gestores. Como consequência da nova estrutura, não há empecilhos para que o grupo controlador possa expropriar riqueza dos outros acionistas, sobretudo os minoritários, pois não há impedimento para que adote posturas que maximizem sua utilidade, frente ao interesse da companhia. Ao mesmo tempo, por possuir o domínio sobre o processo de decisão, tanto o acionista, como os gestores, podem adotar práticas de benefício próprio, em detrimento dos interesses da companhia, como pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios, inclusive por autoconcessão criação de empecilhos ou imposição de resistência a medidas que universalizem vantagens para os acionistas e minoritários como liquidação, cisões e fusões, ou ainda, adotando projetos de investimentos que não maximizam retornos efetivos aos acionistas, ainda que lucrativos, ou por adotar projetos com maior risco, ou cuja a viabilidade seria inadequado ao interesse do investidor. Portanto, conforme aumenta a concentração de poder de controle, os custos de agência se elevam e a maximização de valor ao acionista diminui (Claessens e Fan, 2002 e Andrade e Rossetti, 2006).

<sup>111</sup> Efeito alinhamento é o comportamento observado entre os acionistas controladores e minoritários e entre acionistas e gestores, no qual, visando a maximização de valor da empresa, os agentes (acionistas controladores e/ou gestores) são incentivados a adotar comportamentos que atuem para aumentar valor da empresa, em detrimento de buscar maximizar suas próprias utilidades. Neste sentido, atuariam para redução do custo de agência, uma vez que possibilitaria o monitoramento da gestão pelos controladores eficazmente, buscando equilibrar o interesse dos acionistas/controladores e gestores/minoritários (Claessens e Fan, 2002). Jensen e Meckling (1976) assentem que o alinhamento de interesses entre controladores/acionistas e minoritários/gestores tende a ser positivo para o valor da empresa, pois incentiva a existência de contratos de incentivo e de monitoramento dos controladores/gestores.

Pode-se, com base nestas observações, compreender a existência de um ambiente de “relação” entre pessoas e empresas. Assim, da mesma forma, percebe-se atuação destes agentes na estipulação de ações de meio ambiente.

Na atualidade, nota-se um avanço na discussão acerca da responsabilidade das empresas com o envolvimento das empresas em questões de sustentabilidade. Sustentabilidade está aqui, nesta introdução, sendo usada para se referir ao complexo de preceitos associados a políticas de responsabilidade social, sustentabilidade, meio ambiente, entre outros, concentrando seu pensamento nos pilares de ESG. Sendo que, ao longo do estudo, o pressuposto será clarificado e estabelecido em sua cerne fundamental para o assentamento do tema.

O surgimento de políticas e todo um movimento social em torno da sustentabilidade e a responsabilidade socialmente aceitável tem influenciado o pensamento e comportamento de diversas pessoas e sociedades, redirecionando a forma de consumir, agir, pensar e relacionar dos indivíduos, tanto em suas relações pessoais, quanto mercadológicas e consumeristas. Portanto, é de se esperar que as mudanças de consumo e ações dos indivíduos sejam percebidas pelo mercado e a partir disso, tomem medidas para se adequar a esta demanda crescente. Não só isso, mas a mudança de consumo e pensamento, começa a influenciar a forma como as empresas se relacionam com seus consumidores, a forma como querem ser vistas pelo mercado e a forma como agem no seu próprio processo produtivo. Por isso, começam a se preocupar em redesenhar suas políticas e ações em acordo com os anseios da sociedade de respeito ao meio ambiente e sustentabilidade.

Por óbvio, torna-se importante destacar todos os esforços empreendidos para demonstrar suas políticas e ações socialmente responsáveis, agregando tais atos ao conjunto de informações financeiras, às publicidades e propagandas, ou fatos relevantes acerca da empresa. Não por menos o fazem, fazem conscientes da importância que o mercado associa as informações importantes sobre as empresas (FAMA, 1991). Portanto, esperam reação positiva à percepção de que as empresas seriamente buscam ser socialmente responsáveis e implementar políticas de sustentabilidade em consonância com os pilares de ESG.

Portanto, este cenário torna interessante analisar como a responsabilidade social e sustentabilidade, com vistas aos pilares de ESG, têm se desenvolvido ao longo do tempo. Este estudo, pois, analisa a evolução do pensamento sobre sustentabilidade e responsabilidade social, e a como se tem reivindicado às

---

*Ius Gentium*. Curitiba, vol. 13, n. 1, p. 59-88, jan./abr. 2022. 62

empresas adotarem comportamentos socialmente responsáveis, bem como a influência de tal pensamento sobre as organizações ao longo do tempo. Além disso, demonstra como os estudos têm relacionado as medidas de ESG adotadas pelas empresas e como o mercado tem enxergado estes esforços identificados principalmente na precificação de ativos.

## **1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS**

A Revolução Industrial trouxe mudanças profundas na sociedade. Estabeleceu uma transição de uma sociedade medieval para uma de manufatura industrializada. O movimento espalhou-se, modificando o modo de vida e de enxergar o mundo, bem como dispor os recursos, ou seja, trouxe benefícios para a sociedade da época, com aumento exponencial do consumo dos recursos naturais. Desta forma, subsidiou-se o crescimento através da exploração dos insumos para produção de bens e serviços para a sociedade. Pode-se afirmar que, na essência, se tinha a noção do meio ambiente como fonte de matéria prima e riquezas (SILVA, COELHO e LUZ, 2008 e LOMBARDI, 2008).

A expansão da produção industrial elevou a demanda de fontes de energia para manutenção e melhoria do processo produtivo, demandando principalmente combustíveis fósseis. A queima de tais combustíveis, bem como a extração indiscriminada de recursos naturais, modificou o meio ambiente, resultando na emissão excessiva de gases na atmosfera e redução das florestas. Estabeleceram-se os elementos para mudanças climáticas significativas, é, portanto, estes os principais problemas que ocasionaram mudanças no clima, e aquecimento do planeta, conhecido como efeito estufa (SEIFFERT, 2009).

Tem-se, pois, um cataclísmico sinal de que os anseios de riqueza e interesses, capitaneados pelo lucro exacerbado, uníssono, em detrimento ao interesse coletivo iria prevalecer. Todavia, a partir de meados do século passado, estudiosos começam a analisar as influências do meio ambiente sobre o homem, e conseqüentemente à sociedade. Obras científicas começam a alertar para os riscos do desrespeito ao meio ambiente, ou ao tratamento desse como mera fonte de insumos ou matéria prima produtiva, demonstrando sobretudo a capacidade de

causar sérios danos ao longo do tempo para o meio ambiente e vida nas sociedades modernas(SILVA, 2005).

Assim, o que parecia um debate circunscrito ao meio acadêmico, ampliou-se para um contexto muito mais amplo, com derivações para política, economia e sociedade. Credita-se esta evolução à forma como o tema foi abordado no âmbito multilateral, tendo como marcos fundamentais o estabelecimento de conferências ambientais para discutir o desenvolvimento do tema, sobretudo as conferências de Estocolmo, Rio de Janeiro e Johannesburgo (LAGO, 2006).

O estabelecimento destas convenções e os documentos decorrentes foram importantes para todos os países difundissem sua preocupação com a proteção do meio ambiente. Tem-se, a partir de então, uma eclosão discorrente que, teve como consequência, a diversificação de formas e níveis de comprometimento dos países com a adoção de políticas claras de proteção e sustentabilidade do meio ambiente. Neste contexto, capitaneou as Organizações das Nações Unidas os esforços para avanço do debate. Assim o fez pela promoção da I Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente Humano, em 1972, conhecida como Conferência de Estocolmo, endereçada a concentrar-se nas questões de meio ambiente.

Os trabalhos culminaram na definição da necessidade de criar dispositivos institucionais e financeiros permanentes para coordenar, catalisar e estimular ações para a proteção e melhoria do meio ambiente humano. Assim, o PNUMA foi o programa propulsor da promoção do desenvolvimento sustentável, através de políticas impulsionadoras e facilitadoras, financiadas e supervisionadas pelo Conselho Econômico e Social, da ONU. Por isso, afirma Silva(2005) que a supervisão do programa pelo Conselho Econômico seja o marco para reforçar a intrínseca relação entre meio ambiente e desenvolvimento sócio-econômico.

Ainda sobre a Conferência, Lago(2006) classifica como ponto de partida das discussões acerca dos direitos ambientais, introduzindo conceitos e princípios base para determinação de uma área de meio ambiente. Esses pilares introduziram nas discussões políticas de diversos países a preocupação com o meio ambiente, inclusive como espectro de suas relações internacionais. Portanto, não é de estranhar que no Brasil tenha sido consagrado na Constituição de 1988, sendo implementado os vinte seis princípios, da Declaração de Estocolmo, no artigo 225:

Art. 225. Todos têm direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.

[...]

Outra importante contribuição da ONU foi a criação da Comissão Mundial sobre Ambiente e Desenvolvimento que, ao fim e ao cabo, produziu o relatório denominado “Nosso Futuro Comum” propondo o chamado “desenvolvimento sustentável” como sendo aquele que atende às necessidades presentes, sem com isso, comprometer a possibilidade e capacidade de futuras gerações de buscar e suprir suas necessidades(LAGO, 2006).

Não só isso, conforme destaca Lago(2006), foi a partir deste relatório, que, além de conceber o tema desenvolvimento sustentável, sustentou-se-o em três pilares fundamentais: as dimensões a) ambiental, b) econômica e c)social. Desta forma, esperavam os autores que o desenvolvimento fosse compreendido como algo a ser desenvolvido tal que seja a) *ambientalmente* sustentável, b) *economicamente* sustentado e c) *socialmente* includente. Eis aqui os pilares do que se desenvolveu sobre a abreviação em inglês de "ESG (*Environmental, Social e Governance*)”.

## **2. A IMPORTÂNCIA DAS EMPRESAS NO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL**

O desenvolvimento sustentável, debatido e concebido em Estocolmo, amparou a participação da sociedade na construção e desenvolvimento de uma sociedade sustentável. Muito além da sociedade, o tema ganhou relevância na discussão da influência das organizações na implementação de um ambiente sustentável.

Neste sentido, o debate tem antecedente na relação das empresas com a sociedade, a partir da teoria do acionista. Resumidamente, a teoria do acionista preconiza que os acionistas se desenvolvem tendo por fim a maximização dos resultados, compreendida pelo foco na obtenção máxima de lucro. Isto significa que aqueles buscarão obter insumos aos menores custos possíveis, de modo que, ao processá-los, possam comercializar os produtos resultantes, obtendo o maior lucro possível. Tal estrutura comercial impõe a obtenção de insumos aos seus menores custos, podendo implicar depredar o meio ambiente, ou adotar meios altamente

poluentes, que viabilizem custos mínimos para transformação de insumos. Entrementes essas relações, há necessidade de reduzir custo mão-de-obra, seja sub remunerando o trabalho, seja relevando direitos e interesses garantidos aos empregados, afetando sua dignidade subjetiva. Assim, para garantir os interesses dos acionistas, maximizando os lucros, ter-se-ia que sublevar outros, o que, portanto, pode representar poluir ou depreciar o meio ambiente, ou o trabalho ou dignidade humana. Afinal, entende-se como uso impróprio dos recursos da empresa, ou destruição de riqueza, seu uso que não para maximizar resultados a empresa, o que significa que, adotar qualquer medida, visando o interesse de terceiros, constituiria destruir valor ao acionista(BERLE e MEANS, 1988 e BREALEY e MYERS, 2000).

Não só isso, estruturas organizacionais impõem a delegação de responsabilidades, obrigando delegados a se comprometer com a maximização de valor ao acionista. Isto significa que os acionistas irão necessariamente separar a propriedade da gestão, relegando-lhes ditar os rumos do negócio e aos administradores gerenciar os processos organizacionais para atender aos interesses dos acionistas. Desta forma, devem os administradores maximizar resultados aos acionistas, que sejam visíveis ao mercado e gerem confiança na empresa, estimulando a valorização da empresa pelo mercado. Cria-se, pois, um conceito de responsabilidade corporativa que obriga acionistas e gestores no mesmo objetivo(FRIEDMAN, 1985 e BREALEY e MYERS, 2000).

Há, portanto, o que se determina conflito de agência, na qual, os administradores buscarão maximizar seus próprios interesses em detrimento aos acionistas, implicando deixar de implementar todos os esforços para obtenção dos resultados esperados pelos acionistas face ao maior retorno ou ganho subjetivo. Conseqüentemente, os acionistas serão obrigados a pressionar os administradores, criando mecanismos de monitoramento e controle para vigiá-los, para garantir os resultados esperados pelos acionistas. Por sua vez, pressionarão os administradores por melhores ganhos, de modo a racionalizar vantagem em maximizar resultados à terceiros. Este embate imporá aos acionistas elevar os custos de mão-de-obra, o que significa destruir valor para obter o que é esperado, contudo, é elemento necessário para que os motive a buscar os interesses dos acionistas(JENSEN e MERCKLING, 1976).

O importante é que a responsabilidade corporativa se difunde dos acionistas para os administradores. Isto significa que as empresas deverão adotar ações de alocação de recursos buscando a maximização de valor ao acionista, direcionada ao controle dos custos, visando as melhores margens de lucro, mas também, para estabelecer a confiança na empresa pelo mercado, o que incide na alocação de recursos para maximizar a percepção de mercado acerca da empresa, obtendo indiretamente a sua confiança, o que, portanto, significará maximização de valor ao acionista pela valorização da organização pelo mercado(JENSEN e MERCKLING, 1976).

O contexto mostra que passa aderir ao conceito de responsabilidade corporativa a adequação da organização ao seu contexto social para obter a confiança do mercado. Carroll(1991) explicou este preceito ao afirmar que a performance das empresas emergem de um incluso e global conceito de “responsabilidade corporativa social(ou responsabilidade social corporativa)”. Para a autora, este conceito entende o foco na performance social, enfatizando que as ações corporativas devem buscar uma atuação na esfera social, ou seja, formulando e implementando programas e objetivos sociais, bem como aspectos éticos nas decisões, políticas e ações.

Toda esta contextualização demonstra que o debate acerca da participação das empresas num ambiente sustentável é mais antigo do que parece. Portanto, entendeu Carroll(1991) a responsabilidade social das empresas em quatro pilares: a) expectativas econômica, na qual sua responsabilidade social compreende ser uma unidade econômica básica da sociedade com a responsabilidade de produzir bens e serviços que a sociedade deseja, vendendo-os com lucro; b) expectativas legais, que condiciona respeitar um contrato social, devendo cumprir sua responsabilidade econômica dentro da estrutura legal imposta pela sociedade. Adicionalmente, c) expectativas éticas, que impõe operarem além daquilo que não está previsto em lei, mas que envolvam cumprir o que é certo e justo, **evitando causar danos às pessoas** (grifo nosso) e por fim, d) expectativas discricionárias, que garante ao negócio o poder de tomar decisões subjetivas, em resposta às expectativas da sociedade de que atuem como “boas cidadãs”, também denominada como filantrópica, indicando o envolvimento em ações e programas que promovam o bem-estar humano.

Sem perceber, Carroll(1991) dá base para que as empresas associem a si responsabilidades que ultrapassam meramente o lucro.

Ao mesmo tempo, outro movimento em meados do século XX defendeu a ideia de que a capacidade da Terra de suprir as demandas humanas não podem ser ultrapassadas sem que danos, tanto ambientais, quanto sociais aconteçam, premeditando catástrofes inimagináveis. Evidências, demonstram as consequências da irresponsabilidade com o meio ambiente e os recursos naturais, tais como destruição da camada de ozônio, poluição, extinção de espécies, bem como danos sociais, como a pobreza, fome, miséria, adensamento urbano desordenado, entre outros. Por isso, entendeu-se vital defender a adoção de medidas preventivas e corretivas para implementar uma nova mediatrix na relação humana com o meio ambiente. Entendeu-se, principalmente reforçado pelas ações da ONU, a emergência de desenvolver sustentavelmente a sociedade.

Neste sentido, defende-se a ideia de que as empresas devem compreender como parte de sua responsabilidade social adotar medidas de desenvolvimento sustentável. Barbieri e Cajazeira(2012) debocham desta proposta ao sugerir que, de fato, por mais emergente e importante a discussão, ele é visto pela empresas muito mais como fonte de trapaça capitalista, ao entender que aquelas a usam para “vender” a ideia de serem socialmente responsáveis, buscando obter com isso ganhos na valorização de mercado do seu ativo, mesmo que isso não signifique ações efetivas na sustentabilidade. Seria, portanto, a busca da mera maximização de valor de mercado, não o alcance de ações sustentáveis.

Apesar das críticas, os próprios autores demonstram que a adesão global à sustentabilidade, torna o tema transnacional, questionando interesses subjetivos de nações soberanas. Por isso, constituíram-se os elementos para a construção do protocolo de Kyoto, como exemplo de medidas concretas suplementares à mera e boas intenções(BARBIERI e CAJAZEIRA, 2012). Portanto, o movimento de sustentabilidade tornou-se elemento de pressão sobre as organizações em razão de boa parte dos problemas sociais terem origem na sua atuação.

Por isso, duas estratégias foram desenvolvidas: a) pensar globalmente e b) atuar localmente. Desta forma, propõe-se agir independente de ações e medidas globais, o que significa que as empresas podem agir, independente da existência de legislações, para construir ambientes de segurança social em seus diversos pilares.

E, complementarmente, agregar elementos de desenvolvimento sustentável, nas

suas diversas dimensões, como proposto por Carroll(1991). Dentre as muitas dimensões, sugere-se a implementação de dimensões sustentáveis: a) sociais - focando na promoção da igualdade de bens e renda, direitos e condições a massas de populações e diferenças em padrão de vidas e trabalho, oportunizando garantia de saúde e segurança no trabalho. b) econômicos, buscando alocar e gerir eficientemente recursos produtivos, bem como fluxo regular de investimentos públicos e privados. c) ecológica, direcionada a reduzir os impactos no meio ambiente pelos processos produtivos e desenvolvimentistas, substituindo uso de recursos não renováveis e de matrizes fósseis, por renováveis, e menos poluentes. d) espacial, congruindo para o adensamento populacional equilibrado, e distribuição das massas populacionais. e) cultural, primando pelo respeito à pluralidade de pensamento e ideias, e consensos culturais próprios de cada povo. E, não menos importante, f) política, estimulando a participação de todos no desenvolvimento da sociedade (BARBIERI e CAJAZEIRA, 2012).

Essencialmente, a proposta básica do desenvolvimento sustentável é que cada membro da sociedade adote práticas que contribuam para garantir a conservação dos meios de sobrevivência das próximas gerações, com o consumo racional dos recursos, desde já. Enquanto para as empresas, compreende uma contribuição alicerçada no tripé econômico, social e ambiental. Portanto, para Barbieri e Cajazeira(2012) uma organização sustentável seria aquela que orienta suas ações, respeitando as dimensões de sustentabilidade que lhe são específicas, isto é, ser uma organização que busca atender seus objetivos respeitando os critérios de equidade social, prudência ecológica e eficiência econômica. Desta forma, compreendem os autores que os conceitos de responsabilidade social da empresa e desenvolvimento sustentável, apesar de suas peculiaridades, convergem para o conceito de empresa sustentável.

Portanto, ao se falar em empresa sustentável, refere-se a organizações que buscam incorporar conceitos e objetivos de desenvolvimento sustentável nas suas políticas e práticas consistentemente, inserindo-se, porque não, na própria cultura organizacional. Isto implica procurar ser eficiente economicamente, respeitar a capacidade do meio ambiente, sendo ao mesmo tempo, instrumento de justiça e inclusão social, implementando medidas de proteção a minorias, inclusão de grupos vulneráveis. Logo, ao incorporar na cultura, é de se conceber que o objetivo da

empresa seja contribuir para desenvolvimento sustentável, tendo a responsabilidade social como meio de contribuição efetiva.

Diversos modelos de gestão empresarial buscaram incorporar a dimensão de sustentabilidade. Uma das propostas mais conhecidas é o triple bottom line. O termo foi cunhado por John Elkington em sua obra “ Canibais com garfo e faca”. Elkington(2001) definiu sustentabilidade como um princípio que assegura que as ações humanas presentes, não esgotam as possibilidades das opções econômicas, sociais e ambientais disponíveis para futuras gerações”.

A ideia central do modelo é conceber um modo eficiente de desagregar as três dimensões de sustentabilidade para o contexto das organizações. Desta forma, ao discriminar o âmbito econômico, reconhece o caráter fundamental do lucro para organização e a importância de geração de riqueza aos acionistas, que agregue valor de mercado. Porém, este ideal de lucro não é suficiente quando se envolve o contexto de sustentabilidade. Portanto, entende que outras formas de compreender o capital precisam ser consideradas, de modo a envolver questões ambientais e sociais. Assim, compreender capital vai além de capital físico e financeiro. Aspectos como competência, experiência, formação, habilidades e motivação precisam ser agregados a dimensão, adicionando o conceito de capital humano como um valor econômico da empresa. O deslocamento da percepção do capital como um valor importante de diferenciação das empresas, constituindo um elemento de competitividade, e, por isso, agrega valor a compostos da organização que distinguem, com grande dificuldade de definição de valor quantitativo, como marca, patentes e conhecimentos (ELKINGTON, 2001 e BARBIERI e CAJAZEIRA, 2012).

O modelo também discute outras formas de valores econômicos, como os custos sociais e ambientais. Tais custos não são contabilmente descritos ou discriminados, tradicionalmente. São compreendidos por Elkington(2001) como externalidades, pois ocorrem quando a organização afeta pessoas e instituições não relacionadas diretamente ou que não realizam transações diretamente com ela, o que pode, por consequência, criar fatores positivos(uso de energias renováveis) ou negativos(poluição). Assim, sempre que adota medidas que geram externalidades positivas, está reduzindo custos sociais decorrentes de atos poluentes, ou de outra origem que geram externalidades negativas. Portanto, a empresa precisará constantemente considerar em suas ações medidas para reduzir as consequências

do seu processo negocial e as responsabilidades decorrentes da sua atuação em relação ao meio em que está inserida (BARBIERI e CAJAZEIRA, 2012).

Outro conceito do modelo envolve o capital natural. Este aspecto relaciona-se com os recursos naturais, parte importante dos insumos necessários ao processo produtivo. Tais podem ser definidos como renováveis ou não renováveis. Tem relação com os bens intangíveis proporcionados pela natureza e que são aproveitados, bem como são importantes para os ciclos da natureza, dos quais sua exclusão afeta profundamente a vitalidade dos ecossistemas(SACHS, 2004 e ELKINGTON, 2001).

Por fim, Elkington(2001) relaciona a sustentabilidade social como uma noção do capital social. Tal dimensão se relaciona a saúde, habilidades e educação dos associados à organização, mas entende que deve ser incluído saúde coletiva e criação de riquezas. Para o autor, capital social surge da confiança que a sociedade tem na capacidade da organização de diminuir os atritos sociais decorrentes da relação da empresa com o meio social em que está inserida, através de ações coordenadas, com base em sua política, valores e princípios estabelecidos internamente. Organizações que angariam a confiança do seu meio social têm maior capacidade de desenvolver a sustentabilidade ao longo do tempo, enquanto uma má percepção funciona como uma taxa sobre a organização que é constantemente penalizada como com a elevação dos custos para negociar com aquela. Portanto, o autor deixa evidente que confiança leva à redução dos custos de transação, pois passam a pagar um valor mais elevado para negociar contratos, bem como todas as transações que envolvam a organização. A falta de confiança exige verificar a capacidade da empresa em cumprir compromisso, o que impõe custos que poderiam ser relevados caso a instituição conte com a confiança.

Elkington (2001) conclui demonstrando que a forma como a empresa se relaciona com as dimensões de sustentabilidade afetá-la-á diretamente. O autor entende que tais fatores concorrem para produção de bens e serviços, elevando ou reduzindo os custos decorrentes do processo produtivo. Ademais, não pode ser relevado que a confiança da empresa terá influência direta na percepção do mercado em relação à instituição, de modo que poderá tomar diversas atitudes positivas ou negativas, o que significará reforçar atitudes positivas ou então, punir

atitudes compreendidas como negativas em relação às dimensões de sustentabilidade.

### **3. O CRÉDITO CARBONO ALTERNATIVA DE TRANSAÇÃO**

A adoção de medidas que favoreçam o meio ambiente, sociedade sustentável e governança tem sido ponto de discussão no mercado, principalmente em razão do engajamento cada vez mais significativo das empresas, ou investidores que têm afetado a realidade do mercado de capitais, apresentando retornos anormais aos ativos das empresas que por alguma razão se engajam, ou favorecem um dos pilares de ESG.

Outra alternativa recente, tem relação com a adoção de medidas que favoreçam as empresas preocupadas com medidas que reduzam os efeitos climáticos, sobretudo com a redução de emissão de gases do efeito estufa. O advento do Protocolo de Kyoto derivou na surgimento dos créditos de carbono. Crédito de carbono pode ser genericamente definido como um direito proveniente de ações adotadas por um agente para reduzir as emissões de gases carbono de efeito estufa, na sua atuação de mobilização dos fatores produtivos seja na produção de bens e serviços, seja na utilização de insumos para a vida cotidiana, obtendo direito a gerar créditos sempre que adota medidas que protejam o meio ambiente, ou reduza o impacto do processo produtivo sobre ele.

O protocolo previu a possibilidade de mitigar os custos decorrentes do investimento na redução dos gases do efeito estufa, com a emissão de certificados de comercialização, de modo que países que cumprirem as metas de redução possam comercializar seus certificados com aqueles que não; ou, ainda, desenvolver em parcerias medidas de redução de emissões com outros países, impactando positivamente nos resultados apresentados pelas empresas em redução de poluentes e, ainda pelo desenvolvimento de mecanismos de desenvolvimento limpo(MDL) que permitem aos países emissores de poluentes adquirirem créditos emitidos por outros países que apresentam esforços mais significativos na redução dos efeitos da poluição.

Os MDL's criaram significativas oportunidades para os países em desenvolvimento que se beneficiam com investimentos oriundos de países

desenvolvidos, bem como a transferência de tecnologias. Assim, empresas que se preocupam com questões ambientais e desenvolvem projetos ligados ao tema são favorecidas com recursos dispendidos por empresas de países desenvolvidos, ou seja, financiamento de projetos, ou pela emissão de certificados de redução de emissões, os conhecidos créditos de carbono.

O Brasil participa no sistema como país em desenvolvimento, de modo que além de não precisar reduzir a emissão de poluentes, pode gerar e comercializar projetos de redução de emissão de poluentes. O engajamento brasileiro se deu com a promulgação de dois decretos, o primeiro de 07 de Julho de 1999 que criou a Comissão interministerial de Mudanças Climáticas, revogado recentemente pelo Decreto nº 10.223, de 5 de Fevereiro de 2020; e, pelo Decreto nº 3515 de 20 de Julho de 2000 que criou o Fórum Brasileiro de Mudanças Climáticas, revogado pelo Decreto de 28 de Agosto de 2000 e, posteriormente pelo Decreto nº 9.082, de 2017, atualmente em vigor.

Os certificados de Redução de Emissões advêm de um projeto de redução de emissões que irá gerar um direito relacionado com a quantidade de CO<sup>2</sup> que deixará de ser emitido, estabelecendo um parâmetro definível como commodity, quando emitido e registrado a Certificação de Redução de Emissões. De posse de tais certificados, pode o detentor negociá-los com agentes econômicos que geram gases do efeito estufa e ou não conseguem atingir suas metas, ou não são capazes de reduzir os gases provenientes de seu processo produtivo.

A validade do certificado estará atrelada tanto à credibilidade da empresa emissora do certificado, quanto da validadora e da certificadora. Por isso, nesse sentido, recomenda-se que a certificadora e validadora sejam reconhecidas internacionalmente, para garantir a significância dos resultados certificados.

A possibilidade de comercialização destes certificados criou o Mercado de Crédito Carbono. Em 2005 a União Européia criou o *European Union - Emission Trading Scheme* permitindo a aquisição de certificados pelas empresas através de um banco ou corretor, dando origem a um mercado organizado de negociação. Assim, o órgão da União Européia torna-se responsável pela titularidade e controle das operações realizadas, eletronicamente, de forma similar às operações realizadas em bolsas de valores e mercadorias. Diante da possibilidade de negócio

percebida, os Estados Unidos criaram o *Chicago Climate Exchange*, uma bolsa específica para comercialização de créditos, dos países da América do Norte.

Os projetos qualificados para emissão de certificados na CCX são relacionados a destruição de metano em aterros e agricultura; sequestro de carbono em projetos florestais e solos agrícolas; e destruição de metano em aterro, troca de combustíveis, energias renováveis e projetos florestais (BRASIL, 2004). No Brasil, atualmente tramita o PL 290/2020 que institui e regulamenta o Mercado Brasileiro de Reduções de Emissões, visando criar um ambiente de negociação de crédito de carbono.

Crédito de carbono pode ser visto como um investimento, pois possui todos os critérios que o determinam como tal. Primeiro, possui valor de face, proporciona retorno, possui atrelado a si risco, pode ser negociado, o que permite oscilações de valor ao longo do tempo. Assim, quanto maior a credibilidade do título e do emissor, maior será a factibilidade e o interesse, o que pode atuar na estimulação e oscilação positiva para o título, atraindo cada vez mais investidores. Ademais, apesar de não oferecer retorno maior que o proveniente do próprio negócio, pode se tornar uma atividade financeira acessória as atividades operacionais de geração de resultados, trazendo benefícios de longo prazo para a organização (Silva e Macedo, 2012).

Reis Júnior (2012) analisando o mercado de crédito carbono no Brasil, identificou em 2012 potencial de geração de resultados na ordem de R\$ 450 milhões de reais, um resultado robusto a ser considerado; contudo, destacou que as empresas têm ignorado esse potencial, e/ou se associam a projetos basicamente de eficiência energética, ambientes degradados e redução de CO<sup>2</sup>.

Santin (2007) também projetou estimativas de resultado para o mercado no Brasil, para o mesmo período. Estimou existir a possibilidade de ganhos financeiros significativos, aliado à conservação ambiental, e, entendeu importante, haver políticas públicas que estimulem o investimento em MDL para que o País possa participar plenamente do mercado mundial como ofertante de certificados de reduções de emissões e ainda implementar uma política de mudança climática. A autora estimou potencial de ganhos superiores a € 13,40 bilhões de euros.

Segundo a revista Galileu (2021) o Brasil emitiu cerca de 113 bilhões de toneladas de gás carbônico. Considerando que um crédito de carbono equivale a uma tonelada de gás carbônico mitigado, pode-se aferir um potencial de R\$ 113

bilhões de reais de créditos negociáveis no mercado, o que é um mercado considerável.

Para Braga e Veiga (2010) o mercado de créditos de carbono tem atraído companhias preocupadas em reduzir emissões, todavia não para cumprirem metas governamentais, mas atentos ao potencial de geração de créditos, que possibilitam nova fonte de receita, mas, sobretudo, imprime a ideia em relação às empresas de “serem verdes”, o que pode ser associado a marca, e cria uma imagem positiva da companhia no mercado, diferenciando-a em relação seus pares, além de possibilitar uma vantagem competitiva. Nesta forma de atuação, está a empresa buscando obter ganhos que associem a marca a produtos ecologicamente responsáveis; possam transformar a percepção da companhia como empresa sustentável. Portanto, o consumidor, ao analisar a tomada de decisão de consumo e compra, irá considerar, entre os aspectos subjetivos de compra, o fato da empresa ser sustentável. Logo, está a empresa buscando obviamente um ganho de mercado, mas também agregar atributos intangíveis a marca, à corporação, que a diferencie e proporcione ganhos diversificados.

#### **4. PERCEPÇÃO DO MERCADO SOBRE AS EMPRESAS E ESG NA ATUALIDADE**

Assim, na esteira dos esforços implementados pelas conferências internacionais sobre o meio ambiente, que implementaram os pilares para a discussão de medidas que protejam o meio ambiente e controle do uso renovável de recursos, bem como da implementação de ações direcionadas à responsabilidade das empresas com seu ambiente que, resultaram na construção de todo um escopo de responsabilidade social corporativa, coordenada com presunções de sustentabilidade, para estabelecer um modelo de organização que seja verdadeiramente sustentável; agregou-se à discussão a necessidade de buscar ações que enxergue o meio ambiente e a sociedade como um todo, estabelecendo um padrão social que influenciasse as empresas muito mais que meramente defini-la como “empresa sustentável”, mas empresas comprometidas com um conjunto mais amplo de princípios e valores: o ESG.

O surgimento da sigla E-S-G remonta ao apelo de Secretário-Geral da ONU em 2004, com intuito de agregar aos negócios das empresas políticas que ou

demonstrem cuidado e respeito ao meio ambiente (*environment*); ou desenvolvimento de políticas e ações direcionadas ao bem-estar social das comunidades a que estejam associadas e/ou são zonas de influência(social); ou desenvolver e implementar políticas de governança corporativa que imprima preocupação e cuidado com os grupos de influência, relacionados com a organização, como stakeholders, acionistas, investidores, administradores, grupo de controle e minoritários(governance). Tal posicionamento se diferencia da mera responsabilidade social da empresa à medida que inclui explicitamente a governança e problemas corporativos como parte de sua política, enquanto a responsabilidade a associa indiretamente; além de ESG envolver medidas e políticas muito mais abrangentes que somente a responsabilidade socialmente sustentável (ONU, 2004).

Matos (2020) associa ESG a dimensões que ajudam a definir o seu significado ao descrever que tal sigla está associada a: a) “meio ambiente”, significando as emissões de gás carbônico, ou do efeito estufa, e mudanças climáticas; uso dos recursos naturais, energia e exploração das fontes de água; poluição e desperdício de recursos naturais e inovação e design, buscando recursos sustentáveis e menos poluentes para produção; b) “Social” associando a força de trabalho, saúde e segurança no trabalho, diversidade e treinamento; responsabilidade com seu consumidor e o produto e, relações com a comunidade e ações de caridade; c) “Governança, representando direitos aos stakeholders; composição dos conselhos, respeitando independência e diversidade; monitoramento de políticas de compensação e controle de práticas ilegais, como fraudes.

Assim, a ideia até aqui presente neste artigo, ao demonstrar a importância da responsabilidade socialmente sustentável das empresas, direcionada a se tornarem empresas sustentáveis, torna-se um princípio menor, frente ao ideal proposto e esperado pela lógica da ESG, que se mostra, portanto, um ideal muito mais amplo e significativo, senão de fato, seja mero sinônimo de empresa sustentável.

Os investidores são instigados a realizarem investimentos levando em conta aspectos de ESG na sua tomada de decisão e formação de seu portfólio de investimento. Esta forma de estruturação de ativos tem lhe proporcionado valorização ou ganho de significância dos ativos em relação aos seus pares do mercado, ou tem sido uma forma de redução dos riscos relacionados às firmas que

adotam políticas de ESG no longo prazo, por proporcionar uma visão positiva dos ativos, bem como demonstrar medidas estruturantes que abordam o negócio no longo prazo e, por fim, pode ser vista como uma estratégia associada com custos de investimentos que proporcionarão benefícios mesmo não financeiros para as organizações, visto a percepção positiva que é associada pela sociedade a empresa (MATOS, 2020).

Ao longo do tempo, o mercado de capitais tem contribuído para ocorrer alocação eficiente de recursos e criação de valor. Neste sentido, esta criação de valor está tão diretamente associada aos produtos e serviços entregues à sociedade, conjuntamente com seus stakeholders em parceria, que as companhias têm sido alertadas a se exporem a fatores que apresentam relação com ESG, pois entendem que tais medidas agregam valor a companhia e seus ativos no longo prazo. Ademais, sugerem que a melhor forma de direcionar os rumos das companhias, a partir de externalidades é através de políticas governamentais, tais como taxas, impostos ou subsídios para mitigar perdas decorrentes da adoção de comportamentos aceitáveis, ou requeridos, de modo a tornar-se um mecanismo de incentivo em direção aos comportamentos esperados que se direcionam a políticas de ESG (MATOS, 2020).

Outra consequência destas políticas é o direcionamento das empresas para cada vez mais publicarem suas realizações de sustentabilidade, associando inclusive tais medidas em seus relatórios financeiros. Principalmente, tais dados visam demonstrar para o mercado os esforços das empresas em respeitar o meio ambiente no processamento das matérias-primas para fornecer produtos e serviços, bem como ações sociais e políticas sociais que adotam ou investem para garantir o bem estar social das sociedades que são impactadas pelo seu processo produtivo. (MATOS, 2020)

Independente da forma como a empresa veja, o importante é a necessidade de compreender a robustez que a adoção de ações direcionadas a ESG estão atreladas aos resultados alcançados ou como são vistas pelo mercado. Cada vez mais se nota no mercado a presença e discussão acerca do tema. Apesar de não haver consenso sobre os valores de ESG, a verdade é que cada vez mais associam ao valor das companhias valores intangíveis como os atrelados às ações de ESG.

Por isso, estudos começaram a ser realizados analisando os impactos do ESG nas empresas e na percepção do mercado relacionado às empresas. Por

exemplo, Bolton e Kacperczyk (2019) demonstraram que a quantidade de CO<sup>2</sup> emitidos pelas empresas acabam sendo precificados nos valores das ações. Ademais, evidenciaram que os investidores exigem um prêmio de compensação para os riscos associados à poluição decorrentes da emissão de carbono das empresas, sendo, inclusive, identificado para outras condições poluentes, como produtos químicos, ou uso de recursos naturais. Ilhan, Sautner, e Vilkov (2020) demonstraram que empresas cujos projetos preconizam maior risco de emissão de CO<sup>2</sup>, tem precificação dos contratos de risco mais elevados, indicando custo social atrelado ao desenvolvimento do projeto.

Cheema-Fox, et. al (2019) demonstraram que investidores já atrelam estratégias de investimentos que incorporam medidas de descarbonização na formação de portfólios e como isso tem modificado os processos de investimento. Os estudos têm deixado claro a preocupação dos investidores em atrelar os riscos climáticos sobre suas expectativas de risco e retorno (MATOS, 2020). De forma similar, investidores institucionais têm observado e preferido ativos e projetos de companhias que divulgam riscos climáticos atrelados. De fato, demonstraram que países com severas regulações de meio ambiente tendem a estimular as companhias a adotar voluntariamente medidas de proteção ao meio ambiente que não estão previstas em lei e até mesmo divulgar isso( ILHAN, et al., 2019).

Christensen, Hail, and Leuz (2019) demonstraram que a quantidade e qualidade de informações divulgadas pelas empresas acerca de riscos climáticos beneficia o mercado de capitais, oportunizando maior liquidez, baixo custo e melhor alocação de capital. Moskowitz (1972) afirma que uma administração atenta e interessada socialmente obteria bom desempenho financeiro. O autor demonstrou que as empresas selecionadas mostraram resultados maiores na média de 7,28% de retorno, frente ao índice de mercado.

Bebchuk, Cohen, and Wang (2013) analisando a questão de governança das companhias demonstraram que índices de governança apresentam relação com o valor da firma e performance operacional, o que indica que os investidores estão precificando empresas que apresentam bons índices de governança. Ademais, tais resultados variam de acordo com o país, pois as características de cada mercado influencia na percepção de significância do valor de governança (BLACK, DE CARVALHO e GORGA, 2012, LIANG e RENNEBOOG, 2017).

Outro aspecto apresentado pela literatura tem relação com a influência dos investidores institucionais sobre as políticas de governança das empresas. Nesta forma de pressão, tais investidores podem atuar para beneficiar a empresa, pressionando-os através de posicionamento ativistas, fazendo uso de sua “voz”, o que significa usar os poderes decorrentes de sua participação na estrutura da empresa para influenciar positivamente, de modo que os investidores busquem maximizar valor, mas priorizando a perenidade e por extensão atitudes que fortaleçam a harmonia e reduzam conflitos de agência, desestimulando os acionistas controladores a adotarem posturas de entrincheiramento e, ao invés disso, agir com foco no alinhamento(HIRSCHMAN, 1976).

Caso contrário, este investidor atuará por usar sua posição de “saída” o que significa que focará em estratégias direcionadas a maximização de valor no curto prazo, ou seja, interessar-lhe-á os resultados apresentados em cada trimestre, exigindo medidas imediatistas que proporcionem o maior retorno possível, de modo a permitir sua saída dos ativos, através da venda da sua posição, alcançando o maior lucro possível. Portanto, a esse investidor não fará diferenças as disputas de governança, pois seu interesse estará relacionado unicamente com os retornos no curto prazo que lhe permita maximizar seu lucro (HIRSCHMAN, 1976).

Acerca do tema, a literatura tem demonstrado que cada vez mais investidores têm adotado posições ativistas e pressionado as companhias a mudanças que favoreçam a perenidade do negócio. Estudos indicaram retornos anormais em ativos que divulgam posições ativistas e que apresentam propostas de longo prazo( BRAV, JIANG e KIM, 2015). Adicionalmente, foram encontradas evidências similares em estudos ao redor do mundo (BECHT, et. al, 2017). Para os autores o ativismo tornou-se um fenômeno global.

Estudos ainda demonstraram as implicações da globalização de investimento sobre a adoção de políticas de ESG. Ferreira e Matos(2008) e Liang e Renneboog(2017) indicaram que a participação de recursos estrangeiros tem potencial de influenciar na governança das companhias. Não só isso, demonstraram que firmas com investimentos estrangeiros apresentam maior valuation e performance quando comparadas com outras. Evidências também demonstram que investidores globais têm influenciado medidas de governança inclusive por estimular processos de fusões e aquisições entre os proprietários, o que favorece a redução

de longas negociações, barganhas e altos custos de transação, pois tais investidores atuam na aproximação dos interessados com alto potencial de negociação, e, isso resulta em maior probabilidade de sucesso nas associações( FERREIRA, MASSA e MATOS, 2010 e BOUBAKRI, et al., 2016).

Benabou and Tirole (2010) e Aggarwal, et. al (2011) demonstraram que investidores institucionais têm conseguido exportar ideais de governança e empoderamento dos acionistas, como conselhos mais independentes, adoção de comitês fiscais, etc. E, evidências demonstram que a redução da permanência de gestores com baixos índices de eficiência na gestão das corporações está associada com a influência de investidores institucionais engajados. Também, encontraram a influência de investidores na remuneração dos administradores. Pelos estudos as remunerações são mais controladas em companhias com a presença de investidores engajados, associando-as à performance do gestor( FERNANDES, et.al, 2013 e ILIEV e ROTH, 2020).

Em outra corrente, estudos buscaram identificar o direcionamento dos investidores institucionais em engajar outros a abdicarem de maximizar valor no curto prazo, para adoção de participações, envolvendo-se na gestão e, por isso, buscar retornos no longo prazo. Evidências indicaram que investidores institucionais estão engajando outros, principalmente em mercados locais, a adotar investimentos de longo prazo em dispêndio de capital, pesquisa e desenvolvimento e capital humano( BENA, et. al, 2017). Portanto, a globalização de mercados e possibilidade de investimentos em mercados globais, tem estimulado investidores internacionais a realizar investimentos que resultam na incorporação pelas companhias de práticas de governança para atrair investidores, mudando claramente as relações institucionais. Ademais, estimulam e causam alterações na forma como as empresas lidam com a remuneração dos administradores, adoção de investimentos de longo prazo, foco na perenidade e alterações na estrutura de governança.

Ribeiro, et. al(2017) identificaram que investimentos sociais internos da organização apresenta relação negativa, indicando ausência de retornos nos investimentos no curto prazo. Por sua vez, investimentos ambientais não influenciaram nos resultados financeiros das empresas. E, o tamanho das empresas influencia nos investimentos socioambientais e o desempenho financeiro empresarial, sendo mais relevantes em empresas com menores volumes de ativos.

Por fim, McGuinness, Vieito e Wang (2017) encontraram evidências que empresas geridas por mulheres apresentam maior relação com medidas de ESG. Não só isso, mas, também apresentam evidências de que a presença de mulheres melhora o desempenho ambiental, quando comparado com outras firmas menos engajadas (DYCK, et al., 2020). Botelho(2006) encontrou evidências de correlação positiva a níveis mais significativos de governança. A autora também demonstrou que anúncios de investimentos sociais e ambientais não geraram resultados significativos que possam ser mensurados dentro da janela de eventos. Observou-se que os resultados parecem indicar uma reação postergada.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As demandas de consumo das pessoas defrontam diretamente a necessidade de preservação do meio ambiente, pensando em sua sobrevivência perene. As empresas utilizam os recursos naturais como fonte de insumo para produção de produtos e serviços que atendam a necessidade dos indivíduos, e, considerando ser as necessidades infinitas, a possibilidade de atendimento se assemelha, determinando o foco das organizações na sua perenidade. Contudo, os insumos demandados claramente são finitos e sua extração excessiva compromete o meio ambiente e possibilidades futuras. Diante disso, surge um cenário que coloca a necessidade de proteger o meio ambiente como parte da realidade.

Nos últimos anos, conferências e encontros realizados trouxeram para o debate a importância de desenvolver uma sociedade *ambientalmente* sustentável, *economicamente* sustentada e *socialmente* incluyente, tornando o pilar que estabeleceu o que se conhece hoje como ESG. A preocupação com a sustentabilidade teve como consequência a percepção da importância de emergir empresas que sejam socialmente responsáveis, buscando tornarem-se empresas sustentáveis.

Os esforços de encontro à sustentabilidade tem modificado o pensamento da sociedade, levando indivíduos a um consumo mais consciente, e adoção de hábitos que busquem preservar o meio ambiente. Não só isso, mas também, tem os levado, em prol da proteção do meio ambiente, aceitar desembolsar mais recursos para

adquirir produtos socialmente sustentáveis e, por consequência, exigir que empresas no seu processo produtivo adotem medidas sustentáveis.

Desta forma, surge um mercado de consumo consciente e especializado, interessado em produtos e serviços que atendem as necessidades de consumo, mas primam pela preservação e construção de uma sociedade amplamente incluyente e ambientalmente sustentável.

Este cenário cria o ambiente para que empresas busquem se diferenciar dos seus pares, tendo a sustentabilidade como parâmetro fundamental, adotando produtos e serviços que não maximizem o lucro, ensejando, fundamentalmente, a busca por custos mínimos, mas a possibilidade de associar margem maiores de resultados, agregando valor aos produtos, por implementar os pilares de ESG, ou meramente por respeitar os valores associados com a temática. Ademais, buscarão divulgar seus esforços de encontro a sustentabilidade(ESG) por compreender que agregam valores intangíveis a empresa, valor a marca, a cultura, as políticas e princípios que não são mensurados diretamente, mas trazem prestígio e reconhecimento, o que, por consequência, permite elevar preços em desassociação a custos, o que significa margens maiores de ganho em detrimento de custos indiretos associados.

Os esforços direcionados a criação deste ambiente sustentável resultaram, durante a conferência de Kyoto, no desenvolvimento de mecanismos para empresas que se esforçam para reduzir a emissão dos gases do efeito estufa, ou se envolvam em processos de preservação o meio ambiente, sejam remunerados por isso, obtenham créditos que podiam comercializar com aqueles que não eram capazes de reduzir a produção dos gases, mas, relativamente, mitigasse os danos resultantes de seu processo produtivo poluente.

Analisando este cenário, diversos estudos demonstraram que as empresas já implementam esforços na consecução dos objetivos de ESG, portanto, os autores analisaram a percepção de mercado destas ações. Os estudos indicam que ainda há longo caminho a percorrer até que o mercado de capitais perceba ou valorize efetivamente os empenhos dos diversos agentes nesta direção. Os estudos demonstraram a ausência de retornos anormais positivamente relacionados com os ativos de empresas engajadas em sustentabilidade. A razão potencialmente associada a este resultado pode estar relacionada à percepção ainda presente no mercado de capitais dos retornos de curto prazo, frente ao interesse em resultados

de longo prazo, o que envolve maior comprometimento dos investidores com as ações, bem como participação efetiva no desenvolvimento e maximização de resultado ao longo do tempo. O foco parece ser ainda nos resultados trimestrais positivos, impedindo o desenvolvimento de ações que agregam retornos, ou com ganhos no longo prazo.

## 6. CONCLUSÃO

O que este estudo buscou demonstrar é a importância das empresas enxergarem a realidade à frente que as traz potencial de obter ganhos significativos, não associados a custos reduzidos, buscando com isso maximizar valor ao acionista. O ideal por trás das ações de sustentabilidade, introduz resultados não vinculados a meramente a margem de lucro resultante dos receitas frente os custos, mas a margens associadas a valores intangíveis agregados à marca, ou ao produto, que permitirão realinhar o lucro como resultado de todo o diferencial construído pela empresa, que advêm dos esforços em busca da sustentabilidade.

Percebeu-se como ao longo do tempo o pensamento e a sociedade têm mudado em direção a uma sociedade socialmente engajada, compreendendo seu papel e a importância de preservação do meio social para sociedade futuras. E, assim, modificando seus hábitos e costumes, principalmente hábitos de consumo, que tem sido importante na revolução do pensamento empresarial. Os consumidores têm demonstrado que não é somente o preço o elemento principal para seu consumo, mas o engajamento e envolvimento de todos em prol de uma sociedade mais justa, mais limpa e equilibrada.

Estudos demonstraram que as questões de ESG têm aparecido nos debates nas empresas, alguns aspectos já mostram reflexos no desenvolvimento das organizações como em governança. Contudo, as evidências ainda demonstraram a ausência de ganhos significativos, sobretudo no mercado de capitais, associados às companhias que se comprometem com medidas sustentáveis. Tal cenário parece estar associado à prevalência do pensamento maximizador de lucro, principalmente com seu foco em resultados trimestrais e não em ações e ganhos de longo prazo.

Tem-se, portanto, a possibilidade de criar um mercado de crédito de carbono, de modo a induzir os agentes a adotarem os comportamentos esperados pela maioria, ou mesmo o impondo por mecanismos de coerção social. Portanto, recomenda-se aprofundar-se no estudo da sinalização como mecanismo de demonstração de comportamentos objetivados e requeridos, e sua conexão com mecanismos de reforços e punições, de modo a construir um mercado de crédito carbono que, de fato, atue no direcionamento das ações das empresas rumo à sustentabilidade. E, ainda, que leve este a se sobrepor aos mercados tradicionais de transação de ativos, quanto significância e centralidade.

Cabe agora às empresas enxergarem esse filão(veio) e adaptarem-se à realidade que se impõe. O meio ambiente agradece!

## REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M. e MATOS, P. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, 2011, pp. 154–181.
- ANDRADE, A. e ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2006.
- BARBIERI, J. C. e CAJAZEIRA, J. E. R. **Responsabilidade social empresarial e empresa sustentável**. 2a. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- BEBCHUK, L., COHEN, A. e WANG, C. Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns. **Journal of Financial Economics**, v.108, n., 2019, pp. 323–348.
- BECHT, M.; FRANKS, J; GRANT, J. e WAGNER, H. F. Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. **Review of Financial Studies**, v.30, n. 9, 2017, pp. 2933–71.
- BENA, J.; FERREIRA, M. A.; MATOS, P e PIRES, P. Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership. **Journal of Financial Economics**, v.126, n. 1, 2017, pp. 122–46.

- BÉNABOU, R. e TIROLE, J. Individual and Corporate Social Responsibility. **Economica**, v. 77, n. 305, 2010, pp. 1–19.
- BLACK, B.S.; DE CARVALHO, A. G. e GORGA, É. What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and Other BRIK Countries). **Journal of Corporate Finance**, v.18, n. 4, 2012, pp. 934–952.
- BOLTON, P. e KACPERCZYK, M. T. Do Investors Care about Carbon Risk?. **Working paper**, 2019.
- BOTELHO, Tatiana. **Responsabilidade Social e Ambiental: Reação do Mercado de Ações Brasileiras**. 2006. 78 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.
- BOUBAKRI, N; EL GHOUL, S; WANG, H; GUEDHAMI, O e KWOK, C.C. Cross-listing and corporate social responsibility. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, 2016, pp. 123-138.
- BRAGA, G. L; VEIGA, V.F, Responsabilidade Social e Ambiental do Sistema Financeiro. **Boletim Responsabilidade Social e Ambiental do Sistema Financeiro**, v. 5, n.12, Dez, 2010.
- BRASIL. Ministério do Desenvolvimento e Comércio. **Mercado Brasileiro de redução de emissões**: proposta final de especificação. Rio de Janeiro: FGV, 2004.
- BRAV, A.; JIANG, W. e KIM, H. Recent Advances in Research on Hedge Fund Activism: Value Creation and Identification. **Annual Review of Financial Economics**, December, 2015, pp. 579–95.
- BREALEY, R.A.; MYERS, S. C. **Principles of Corporate Finance**. 3.ed. McGraw-Hill:, New York, 2000.
- CARROLL, A. B.. The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders, **Business Horizons**, v. 34, n. 4, 1991, pp. 39-48.
- CHEEMA-FOX, A.; LAPERLA, B.R.; SERAFEIM, G.; TURKINGTON, D. e WANG, H. S. Decarbonization Factors. **Working paper**, 2019.
- CHRISTENSEN, H.B.; HAIL, L. e LEUZ, C. Adoption of CSR and Sustainability Reporting Standards: Economic Analysis and Review. **Working Paper** n. 623, European Corporate Governance Institute Finance, 2019

- CLAESSENS, S., e FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v.3, n. 2, pp. 71-103, 2002.
- DYCK, A., LINS, K.V., ROTH, L., TOWNER, M. e WAGNER, H.F., Renewable governance: Good for the environment? **Unpublished working paper**, 2020.
- ELKINGTON, John. **Canibais com garfo e faca**. São Paulo, M.Books, 2001.
- FERNANDES, N.; FERREIRA, M.A.; MATOS, P. e MURPHY, J. P. Are US CEOs Paid More? New International Evidence. **Review of Financial Studies**, v. 26, n. 2, 2013, pp. 323–67.
- FAMA, E. **Journal of Finance, Cambridge**, v.46, n.5, pp.1575-1618, December, 1991
- FERREIRA, M.A., e MATOS, P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, 2008, pp. 499–533.
- FERREIRA, M.A., MASSA, M e MATOS, P. Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 2, 2010, pp. 601–644.
- FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- GALILEU(Revista). **Brasil é o quarto país que mais emitiu CO2 desde 1850, aponta estudo**. Rio de Janeiro: Grupo Globo, 2021
- HIRSCHMAN, Albert. **Saída, voz e lealdade**. São Paulo: Perspectiva, 1973
- ILHAN, E.; SAUTNER, Z. e VILKOV, G. Carbon Tail Risk. Working paper, **Frankfurt School of Finance and Management**, 2020.
- ILHAN, E.; KRUEGER, P.; SAUTNER, Z. e STARKS, L. T. Institutional Investors Views and Preferences on Climate Risk Disclosure. **Working paper**, 2019.
- ILIEV, P. e ROTH, L. Do directors drive corporate sustainability? **Unpublished working paper**, 2020.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, pp. 305-360, 1976.
- LAGO, André Aranha Corrêa do. Estocolmo, Rio, Joanesburgo: **O Brasil e as três conferências ambientais das Nações Unidas**. Brasília: FUNAG, 2006. p. 17-18.
- LIANG, H. e RENNEBOOG, L. On the foundations of corporate social responsibility **Journal of Finance**, v.72, n. 2, 2017, pp. 853-910.

- LOMBARDI, Antônio. **Créditos de carbono e sustentabilidade: os caminhos do novo capitalismo**. São Paulo: Lazuli, 2008.
- MATOS, Pedro. ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. **Research Foundation Literature Reviews**, May, 2020.
- MCGUINNESS, P. B.; VIEITO, J. P. e WANG M. The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms, **Journal of Corporate Finance**, v. 42, 2017, pp. 75-99.
- MOSKOWITZ, M. Choosing Socially Responsible Stocks. **Business & Society Review**, v.1, 1972, pp. 71-75.
- ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS(ONU). **Who cares win - Connecting Financial Markets to a Changing World**. New York: United Nations Department of public information, 2004.
- REIS JUNIOR, J. A. **Análise da potencialidade do mercado de projetos de crédito de carbono no Brasil**. 2012. 95f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.
- RIBEIRO, Flávio, ALVES, Thays Aparecida, TAFFAREL, Marines, MENON, Gelson. Responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro no setor de energia elétrica: um estudo com modelo de dados em painéis. **Gestão & Regionalidade**, v. 33, n 99, set-dez, 2017.
- SACHS, I. **Desenvolvimento incluyente, sustentável e sustentado**. Rio de Janeiro: Garamond, 2004.
- SANTIN, Maria Fernanda Cavaliéri Lima. **Os impactos da demanda por crédito de carbono sobre o mercado de certificações de reduções de emissões no Brasil, no âmbito do protocolo de quioto**. 2007. 94 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) - Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.
- SANTOS, Gilberto do Couto. A dupla classe de ações e sua implicação para estrutura das organizações. **Working Paper**. Florianópolis, UFSC, 2022.
- SEIFFERT, M. E. B. Gestão ambiental – Instrumentos, Esferas de ação e Educação Ambiental. 2ª Edição, Editora Atlas, São Paulo, 2009.
- SILVA, Solange Teles da. A ONU e a proteção do meio ambiente. In: MERCADANTE, Araminta; MAGALHÃES, José Carlos de (orgs.). *Reflexões sobre os 60 anos da ONU*. Ijuí: Unijuí, 2005.
- Ius Gentium*. Curitiba, vol. 13, n. 1, p. 59-88, jan./abr. 2022.

SILVA, Raimundo Nonato Sousa, COELHO, Paulo Sérgio de Sousa e LUZ, Sandro Gomes. Impacto da divulgação do índice de sustentabilidade empresarial sobre os preços das ações: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. In: **XIII Congresso FIPECAFI**, São Paulo: FIPECAFI, 2008.

SILVA Luciano Ferreira e MACEDO, Amanda Helena. Um estudo exploratório sobre o crédito de carbono como forma de investimento. **Rev. Elet. em Gestão, Educação e Tecnologia Ambiental**, v. 8, n. 8, 2012, pp. 1651-1669.