LUNA MIRANDA DE OLIVEIRA GUIMARÃES

n.º USP 9593270

INVESTIMENTOS SOCIAIS E DIREITO DA EMPRESA

Orientadora: Professora Associada Rachel Sztajn

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2019

LUNA MIRANDA DE OLIVEIRA GUIMARÃES

n.º USP 9593270

INVESTIMENTOS SOCIAIS E DIREITO DA EMPRESA

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós Graduação em Direito, da Faculdade de Direito de Universidade de São Paulo, como exigência parcial pra obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Rachel Sztajn.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Guimarães, Luna Miranda de Oliveira.

Investimentos Sociais e Direito da Empresa / Luna Miranda de Oliveira Guimarães;

Orientadora: Rachel Sztajn – São Paulo, 2019.

101 p.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

1. Responsabilidade Social Corporativa. 2. Direito da Empresa. 3. Deveres Fiduciários. 4. Sustentabilidade. 5. Função da Empresa. I. Sztajn, Rachel, orient. II. Título.

À minha mãe, Vlanira e aos meus avós, Manoel e Modestina.

*“Nenhuma sociedade que esquece a arte de questionar ou deixa que essa arte caia em desuso
pode esperar encontrar respostas para os problemas que a afligem.”*

(Zygmunt Bauman)

GUIMARÃES, Luna Miranda de Oliveira. *Investimentos Sociais e Direito da Empresa*. 2019. 101p. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

RESUMO

Essa dissertação tem por objetivo analisar a relação entre os investimentos sociais e ambientais pelas empresas e seu desempenho financeiro, bem como avaliar a responsabilidade dos administradores de empresas à luz dos resultados encontrados. Para tanto, a dissertação foi dividida em três partes. A primeira parte é dedicada a realizar uma introdução sobre o tema e a tecer o histórico das iniciativas sociais e ambientais por empresas no Brasil e no mundo. São analisados casos concretos de criação de empresas que adotaram programas e investimentos de cunho social, bem como discutidos os relatórios sociais e de sustentabilidade. São ainda analisadas as razões que levam investidores a selecionar empresas sustentáveis ou socialmente responsáveis. A segunda parte aborda as doutrinas societárias que envolvem o tema em questão. Primeiramente, analisou-se as teorias a respeito da função e da finalidade da empresa, com destaque para a Teoria dos *Stakeholders*, a Teoria da Responsabilidade Social Corporativa e a Teoria da Firma (ou Teoria da Empresa). Na sequência são discutidas as teorias a respeito do interesse social e os deveres fiduciários dos administradores. Em seguida, traça-se um panorama dos conflitos enfrentados pelos administradores, analisados individualmente de acordo com o tipo de conflito enfrentado. A última parte desta dissertação dedica-se aos resultados de estudos meta-analíticos a respeito do retorno financeiro dos investimentos sociais pelas empresas, ilustrando-se tais resultados com situações nas quais tais investimentos reverteram-se em lucratividade, bem como casos nos quais sua ausência acarretou prejuízos para a empresa e seus acionistas. Por último, apresenta-se as principais conclusões alcançadas por meio desse trabalho, especialmente seus impactos em relação aos deveres fiduciários dos administradores.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa. Direito da Empresa. Deveres Fiduciários. Sustentabilidade. Função da Empresa.

GUIMARÃES, Luna Miranda de Oliveira. *Social Investments and Corporate Law*. 2019. 101p. Master's in Law Dissertation. Faculty of Law of the University of São Paulo, São Paulo, 2019.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze the relationship between social and environmental investments by companies and their financial performance, as well as to assess the responsibility of business managers in light of the results presented. In order to achieve such objective, the thesis was divided into three parts. The first part is dedicated to making an introduction on the theme and to provide the history of social and environmental initiatives by companies in Brazil and in the world. Concrete cases of companies that have adopted social programs and investments were analyzed and social and sustainability reports were discussed. We also provided an overview of the reasons that lead investors to select sustainable or socially responsible companies. The second part addresses the corporate doctrines that surround the subject in question. First, the theories regarding the function and the purpose of the company were scrutinized, with emphasis on Stakeholders Theory, Corporate Social Responsibility Theory and Firm Theory (or Company Theory). In the sequence, we discuss the theories regarding the social interest and the fiduciary duties of the managers, followed by an overview of the conflicts faced by the managers, analyzed individually according to the type of conflict presented. The last part of this thesis is dedicated to the results of meta-analytical studies on the financial return of social investments by companies, illustrated with situations in which such investments reverted to profitability, as well as cases in which their absence led to losses by the company and its shareholders. Finally, the main conclusions reached through this work are presented, with special focus on its impacts in relation to the managers' fiduciary duties.

Key words: Corporate Social Responsibility. Corporate Law. Fiduciary Duties. Sustainability. Function of the Company.

SUMÁRIO

PARTE I.....	9
1. Introdução	9
1.1 Definições para melhor compreensão do trabalho	11
1.2. Breve histórico sobre as iniciativas sociais e ambientais no Brasil e no mundo.	14
1.2.1 Dos relatórios de sustentabilidade.....	18
1.2.2 Casos	22
1.3 O acionista e o investimento social: Critérios utilizados na seleção de investimentos	24
1.3.1 O problema da divulgação dos relatórios de sustentabilidade	28
1.3.2. O relatório integrado	33
PARTE II	35
2. Função e Finalidades da empresa: principais correntes doutrinárias	35
2.1. Teoria dos <i>Stakeholders</i>	35
2.2. Teoria da Responsabilidade Social Corporativa	39
2.3. Teoria da Firma (Teoria da Empresa)	41
2.4. Atualidades.....	44
3. Os Deveres Fiduciários dos Administradores	48
3.1 Das teorias a respeito do conceito de interesse social.....	48
3.3.1. O Contratualismo	49
3.3.2. O Institucionalismo	51
3.3.3. A opção brasileira – A Lei das Sociedades por Ações.....	54
3.3.4. Do bem público e da função social da empresa – o interesse social externo...	55
3.4. Dos conflitos dos administradores	59
3.4.1. Dos diversos tipos de empresa - Negócios Sociais, Empresa Tradicional Socialmente Responsável, Empresa Tradicional Indiferente, Sociedade de Economia Mista	59
3.4.2 Interesse do acionista em conflito com o interesse social.....	62
3.4.3 Interesse do acionista em conflito com o interesse do administrador	65
3.5 Deveres dos controladores	70
PARTE III	73
4. O retorno dos investimentos sociais.....	73
4.1. Exemplos.....	87

4.2	Análise reversa: os impactos da falta de responsabilidade social e ambiental pelas empresas	89
4.3	Análise dos deveres fiduciários à luz dos resultados encontrados	91
5.	Conclusões	92
6.	Glossário	94
7.	Bibliografia	95

PARTE I

1. Introdução

As últimas cinco décadas do século passado foram marcadas pela ascensão da responsabilidade social pelas empresas. Apesar de encontradas de forma esparsa em décadas anteriores, foi nas décadas de 50 e 60 que as iniciativas socialmente responsáveis cresceram e ganharam destaque ao redor do mundo. Em meio à guerras e manifestações políticas e ao rápido crescimento de corporações de escala global, em um cenário em que a população mundial atingia escalas que superavam a marca de seis bilhões e a mídia tornava-se cada vez mais crescente e ativa, muitas das mazelas da humanidade começaram a ser expostas e questionadas por uma população cada vez mais ativa e consciente. Nesse contexto, não só a atuação dos governos, mas também das empresas começou a ser abertamente questionada.

Preocupadas em manter sua reputação e seu mercado consumidor, algumas empresas lentamente começaram a melhorar suas práticas e, principalmente, buscar a divulgação de tais iniciativas, de forma a publicamente diferenciar-se das demais empresas, tidas como menos responsáveis.

Atualmente o conceito de responsabilidade social corporativa se expandiu largamente e encontra-se na pauta da maioria das empresas, especialmente as de grande escala ou que possuem capital aberto e, portanto, estão mais expostas ao escrutínio de investidores e mercado em geral.

A atuação das empresas deixou, assim, de ser matéria de interesse apenas de seus investidores, passando a ter uma definição plural e ampla. Os gestores não mais devem prestar contas apenas aos seus acionistas, mas a todos aqueles que se relacionam com a empresa e, em certa medida, à comunidade de forma geral.

Diante da ineficiência dos governos para sanar todas as mazelas sociais, algumas empresas são inclusive chamadas a atuar em questões que sequer são relacionadas com a sua atuação, como a luta contra a fome em determinadas regiões isoladas do globo, por exemplo. Muitas delas têm atendido a esse chamado e ingressado em campanhas sociais e ambientais sobre os mais variados temas.

Em meio ao avanço de temas como responsabilidade social e sustentabilidade, muitos foram os que questionaram qual seria o real papel das empresas na sociedade. Teria ele mudado ao longo do tempo? Teria ele se desviado e deveria, assim, retornar ao seu objetivo primordial, qual seja, produzir produtos e gerar riqueza aos seus acionistas? Tais questionamentos levaram a acirrados debates acadêmicos, conforme se verá no capítulo 2 deste trabalho, que culminaram em forte polarização. Surgiram grupos adeptos da teoria da firma (ou da empresa), que entendem que as empresas se desviaram de seu papel ao longo dos anos e deveriam retornar ao objetivo para o qual foram criadas: seja por meio da prestação de serviços ou produção de produtos, as empresas devem ser instrumento para geração de lucros aos seus acionistas. As mazelas sociais, apesar de reconhecidas como um problema real, não são responsabilidade das empresas. Sua solução caberia ao Estado ou a qualquer outro grupo que se disponha a atuar na seara da filantropia, como ONGs e associações civis. Um segundo grupo, denominado institucionalista, defende a evolução do papel das empresas na sociedade. Para seus defensores, a empresa deve atuar de forma a promover não apenas os interesses de seus acionistas, mas também de todos aqueles que, de alguma forma, são impactados pela sua atuação. Assim, caberia à empresa observar também os interesses de seus empregados, fornecedores, clientes e da comunidade na qual se insere.

O debate entre esses grupos se estende até os dias atuais, sendo a função da empresa ainda hoje tema que desperta discussões acaloradas entre acadêmicos, investidores e executivos.

Tal indefinição gera grande insegurança aos administradores de empresas que, pessoalmente responsáveis pela sua atuação, por vezes encontram-se inseguros sobre a possibilidade de realizarem determinados investimentos de cunho social ou ambiental em nome das empresas que administram. Estaria tal medida abarcada dentre o conceito de função da empresa? Seria esse um desvio no uso dos recursos cuja administração lhe foi confiada? Podem estes ser responsabilizados caso direcionem parte dos recursos da empresa para determinado objetivo social ou ambiental? Diante da insegurança jurídica trazida por essa indefinição, por vezes uma postura mais conservadora é adotada, especialmente mediante a possibilidade de ingresso de ação de responsabilidade pela empresa e seus acionistas contra seus administradores.

No entanto, há que se questionar se tal polarização realmente faz sentido. Seriam os investimentos sociais e ambientais pelas empresas um antagonismo à sua função lucrativa? Seriam essas medidas simplesmente uma “despesa” para empresa, não convertendo-se de nenhuma forma em aumento da lucratividade?

Esse é o questionamento que deu origem ao presente trabalho. Dessa forma, foram analisados estudos cujo objetivo era avaliar qual é o papel que essas medidas desempenham na administração e gestão das empresas. A evolução de tais estudos ao longo dos anos demonstrou que, desde que atendidos determinados critérios, a responsabilidade social e a sustentabilidade por parte das empresas podem sim reverter em aumento de valor aos seus acionistas. Tais resultados podem, se não pôr um fim, ao menos amenizar a sensação de insegurança dos administradores e servir de norte para guiar a sua atuação no momento da tomada de decisão de investimento.

1.1 Definições para melhor compreensão do trabalho

Antes de adentrarmos os estudos a respeito do retorno dos investimentos sociais e sua relação com as normas societárias é importante que se apresente breve distinção a respeito de alguns termos utilizados ao longo deste trabalho que, ainda que relacionados, por vezes são tratados como um signo único, causando uma desordem conceitual que levou a que, durante anos, estudiosos apresentassem resultados incertos a respeito do retorno financeiro das iniciativas sociais e ambientais pelas empresas, conforme se verá detalhadamente no capítulo 4 deste estudo. A confusão realizada tem uma razão simples. A própria doutrina traz uma série de definições tão variadas para esses termos que, por serem tão intrinsecamente relacionados, muitas vezes têm seus conceitos sobrepostos ou interpostos.

Assim, inicialmente, conceituamos a responsabilidade social corporativa ou a *corporate social responsibility* (“CSR”) utilizando uma de suas definições mais populares, apresentada em 1953 por Howard Bowen: “*the obligation of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society*”¹. Este conceito evoluiu ao longo dos anos expandindo-se para além do foco puramente filantrópico e de valores. Atualmente é bastante utilizado em estudos sobre mitigação de riscos e fortalecimento dos retornos da boa postura social e da transparência nas divulgações das atividades da empresa, bem como no contexto das discussões sobre a importância de medidas de CSR compreensivas para uma boa estratégia reputacional e de posicionamento de marca das empresas². Em uma de suas mais

¹ BOWEN, Howard Rothmann. *Social responsibilities of the businessman*. 1ª ed. New York: Harper, 1953. p. 6.

² FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. *Sustainable Investing. Establishing Long-Term Value and Performance*. DB Climate Change Advisors. Deutsche Bank Group. jun.2012. p. 24. Disponível em: https://institutional.deutscheam.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.

recentes e práticas definições, foi descrita como a abordagem de negócios que leva em conta seus impactos econômicos, sociais, ambientais e éticos, por motivos como mitigação de riscos, redução de custos e melhoria da imagem da marca e da competitividade. Essa abordagem é, às vezes, implementada por meio de um conjunto abrangente de políticas e procedimentos integrados em toda a empresa. Frequentemente, as políticas e procedimentos englobam ampla gama de práticas relacionadas a todos os níveis de atividade empresarial, incluindo governança corporativa, relações com funcionários, relações com a cadeia de suprimentos, relacionamento com clientes, gestão ambiental, filantropia e envolvimento da comunidade.³

O detalhamento a respeito da doutrina da CSR será feito mais adiante, no capítulo 2.2, mas é importante que se compreenda que a CSR é sempre avaliada do ponto de vista da companhia e da sua gestão, ou seja, avalia-se o retorno e a sua importância enquanto ferramenta de gestão e valorização da empresa.

Já o investimento socialmente responsável ou *social responsible investing* (“SRI”) representa um processo de investimento que busca atingir objetivos sociais e ambientais juntamente com objetivos financeiros⁴. Pode ter como critério tanto premiar companhias que apresentam os melhores resultados em algumas métricas que pretende estimular (governança, responsabilidade social ou ambiental, etc.), quanto excluir algumas companhias ou setores com base em suas políticas, ações, produtos ou serviços (como, por exemplo, empresas de fabricação de armas, tabaco ou que reconhecidamente causem impactos ambientais negativos). Trata-se, portanto, de um conceito elaborado do ponto de vista do investidor, ou seja, o SRI é um modelo de investimento e, dessa forma, é sempre definido e avaliado considerando-se o veículo ou fundo que irá investir na empresa e não a empresa em si.

Por fim, outra definição importante para fins deste estudo é o da governança corporativa, social e ambiental ou *environmental, social and corporate governance* (“ESG”). Trata-se de medidas que podem ser adotadas de forma a promover políticas de boa governança, sociais ou ambientais dentro da corporação, bem como a métrica utilizada pelos

³ “The approach to business which takes into account economic, social, environmental and ethical impacts for a variety of reasons, including mitigating risk, decreasing costs, and improving brand image and competitiveness. This approach is sometimes implemented by means of a comprehensive set of policies and procedures integrated throughout a company. Often the policies and procedures encompass a wide range of practices related to all levels of business activity including corporate governance, employee relations, supply chain relationships, customer relationships, environmental management, philanthropy and community involvement.” (MERCER Investment Consulting. *The language of responsible investment: an industry guide to key terms and organizations*. 2007. p. 3. Disponível em: http://www.belsif.be/user_docs/MercerInvestmentConsultingSRI.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.)

⁴ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.10.

investidores no contexto da análise das empresas nas quais irão investir. Isso significa que esse é um indicador considerado tanto do ponto de vista das empresas (que tentam implementar medidas de ESG), quanto dos investidores (que avaliam as empresas com base em seu desempenho em questões de ESG). Apesar de não existir uma lista exaustiva de quais medidas ou questões são consideradas ESG, elas usualmente apresentam as seguintes características: a) questões que são tradicionalmente consideradas como não financeiras ou não materiais; b) visam um horizonte de médio e longo prazo; c) têm objetivos qualitativos que não são instantaneamente quantificáveis em termos monetários; d) têm externalidades que não são bem capturadas pelos mecanismos de mercado; e e) possuem foco de interesse público⁵.

Atualmente a definição de CSR, também conhecida como CSR contemporâneo, engloba os conceitos de ESG. De acordo com Mercer⁶, as atuais políticas de CSR incluem governança corporativa, relacionamento com empregados, relacionamento com consumidores, gestão ambiental, filantropia e envolvimento com a comunidade.

Os termos apresentados são frequentemente utilizados como referência para a doutrina, bem como métrica para estudos meta-analíticos apresentados no capítulo 4. Diversos outros termos e acrônimos não usuais nos estudos jurídicos serão utilizados neste trabalho, em virtude da necessidade de utilização de materiais interdisciplinares, predominantemente de origem das ciências financeira e de administração de empresas. Por esta razão, além das explicações fornecidas ao longo dos capítulos, apresentamos um glossário ao final do texto consolidando os termos não jurídicos empregados.

É importante, no entanto, destacar que, exceto quando expressamente indicado, nos referimos às iniciativas sociais e ambientais das empresas de forma genérica, não atreladas a nenhuma doutrina específica.

Outra distinção relevante, de cunho mais conceitual do que terminológico, é a diferenciação entre a filantropia e as iniciativas sociais e ambientais. De acordo com a definição de Monteiro⁷, a filantropia é casuística enquanto a responsabilidade social e ambiental pressupõe ações contínuas no contexto da estratégia de longo prazo definida pela empresa, capazes de gerar benefícios econômicos e possibilitando, dessa forma, a prossecução

⁵ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.4.

⁶ Mercer Investment Consulting. op. cit. p.3.

⁷ MONTEIRO, Manuel Alves. *A Responsabilidade Social das Empresas (RSE)*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 21. CMVM. Portugal, ago. 2005. p.67. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/cadernN21.aspx>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

de criação de valor e consequente desenvolvimento social sustentável. Assim, considerando-se o envolvimento das empresas com a comunidade em que se inserem como um ativo que devem capitalizar de forma a beneficiar inclusive a sua imagem, os investimentos de cunho social e ambiental passam a ter um carácter estratégico.

1.2. Breve histórico sobre as iniciativas sociais e ambientais no Brasil e no mundo.

Conforme visto, observa-se número cada vez maior de empresas que se preocupam em empregar e divulgar iniciativas sociais e ambientais. Em alguns casos a propaganda sobre a qualidade e utilidade do produto foi substituída pelo discurso sobre sua fabricação em modelo sustentável, pelo benefício de sua produção para uma determinada comunidade ou pela utilização responsável de recursos naturais.

Martin Winterkorn, presidente da unidade americana da Volkswagen, em conferência para divulgação da marca e suas iniciativas sustentáveis afirmou: “A liderança tecnológica não é mais definida por potência e torque. A alegria da condução econômica e sustentável, senhoras e senhores, será a moeda nos próximos anos”.⁸

Esse foi um movimento gradativo, que ganhou força nas últimas seis décadas. Em 1953, Howard Bowen lançou nos Estados Unidos da América o livro intitulado “*Social Responsibilities of the Businessman*”, que representou um marco para as discussões e sistematização das questões sobre responsabilidade social das empresas, conceito que à época ainda era bem menos amplo e desenvolvido que atualmente.

Naquele país os temas relacionados à responsabilidade social das empresas ganharam popularidade nos anos 60, apenas alguns anos após o lançamento da obra de Howard Bowen, impulsionados pelo contexto histórico da época, no qual uma parte crescente da população se colocava contrariamente à guerra do Vietnã⁹. Essa rejeição se manifestou, dentre outras formas, por meio do boicote à aquisição de produtos fabricados por empresas que, de alguma forma, eram relacionadas ao conflito. Como consequência dessa reação do mercado algumas empresas passaram a divulgar informações sobre suas práticas sociais ou ambientais, de forma a conquistar esse público mais exigente. Paralelamente a este fato, as lutas sociais pela

⁸ NA ROTA do dinheiro sujo. (Temporada 1, ep. 1). Direção: Alex Gibney. Produção: Adam Del Deo Yon Motskin Lisa Nishimura Stacey Offman Jason Spingarn-Koff Alex Gibney. Distribuidor: Netflix. Jan, 2018. (75 min).

⁹ MONTEIRO, Manuel Alves. op. cit. p.65.

igualdade de direitos e de gênero, e pelo fim da discriminação social e racial, se espalharam não só pelos Estados Unidos, mas também pela Europa. Este movimento de contestação geral deu origem a manifestações como o movimento de Maio de 1968 na França¹⁰, e também impulsionou uma mudança de postura por parte das empresas, preocupadas em se mostrarem adequadas aos novos paradigmas de consumo que se formavam. O movimento pela responsabilidade social ganhou, assim, força nos Estados Unidos e na Europa, especialmente na França e na Inglaterra, onde as empresas começaram a divulgar os primeiros balanços sociais¹¹.

O primeiro balanço social que mais se assemelhava aos moldes atuais foi divulgado na França pela empresa americana Singer, fabricante de máquinas de costura, em 1972. A França também foi o primeiro país a adotar a obrigatoriedade de elaboração periódica do balanço social para empresas com mais de 750 trabalhadores.

No Brasil, o movimento foi um pouco mais lento, de certa forma como reação ao que ocorria na Europa e nos Estados Unidos, inicialmente ligado a questões religiosas. Foi também na década de 60, no Estado de São Paulo, que surgiram os primeiros discursos pró-responsabilidade social das empresas, com a “Carta de Princípios do Dirigente Cristão de Empresas”, emitida em 1965, que destacava que *“os antagonismos de classe, os aberrantes desníveis econômicos, o enorme atraso de certas áreas do país decorrem, em parte, de não ter o setor empresarial tomado consciência plena de suas responsabilidades sociais”*¹².

Apesar do cunho evidentemente religioso e moralista, fato é que, copiando a tendência europeia e norte-americana, as empresas brasileiras começaram a caminhar em direção a um modelo em que a responsabilidade social passava lentamente a fazer parte da sua pauta, ainda que preocupadas apenas com a produção de uma imagem de comprometimento político e social.

¹⁰ O movimento conhecido como Maio de 68 na França, foi uma grande onda de protestos que iniciou-se com uma manifestação de estudantes que pediam por reformas no sistema educacional e culminou com uma paralisação massiva dos trabalhadores do país, acarretando na posterior renúncia do então presidente, general Charles de Gaulle. (ABIDOR, Mitchell. *What the Non-Revolution of May '68 Taught Us*. NY Times: 5 de Maio de 2018. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/05/05/opinion/sunday/may-1968-france.html>. Acesso em: 14 out. 2018).

¹¹ Semelhantemente ao balanço financeiro, no qual as empresas divulgam suas informações contábeis, o balanço social é o relatório no qual as empresas divulgam seus indicadores de medidas de sustentabilidade e responsabilidade social e ambiental.

¹² BARBOSA, Lia Pinheiro. *A Responsabilidade Social das Empresas no Brasil*. Artigo apresentado no GT: Participação Social e Cidadania, XI Congresso Brasileiro de Sociologia, Universidade Estadual de Campinas. 01 a 05 de setembro de 2003. p. 102. Disponível em: <http://www.rle.ucpel.tche.br/index.php/rsd/article/viewFile/546/486>. Acesso em: 21 jun. 2018.

No ano de 1977, algumas empresas que compunham a União Internacional Cristã de Dirigentes de Empresas (“UNIAPAC”) passaram a se reunir para discutir assuntos relacionados a questões sociais. Essas reflexões culminaram no 2º Encontro Nacional de Dirigentes de Empresas e no “Plano de Trabalho 77/78” da UNIAPAC. Um dos principais assuntos do encontro foi a criação de um balanço social e as novas formas de gestão social.

Lia Barbosa traz uma contextualização histórica do momento político do País, que contribuiu para que as empresas e os empresários incorporassem os conceitos de responsabilidade social corporativa naquele momento¹³:

“A preocupação com uma nova postura a ser adotada pelos empresários não era gratuita: o próprio momento político brasileiro nas décadas de 70 e início de 80 evidenciavam uma reestruturação do Estado, resultado da crise pela qual passava o modelo nacional-desenvolvimentista, efetivado a partir da década de 50. O modelo nacional-desenvolvimentista, inaugurado no Governo de JK e que se manteve durante a ditadura militar, propunha uma grande intervenção do Estado, sobretudo na criação de condições favoráveis à internacionalização de nosso mercado interno, o que desempenhou um importante papel no crescimento econômico do país. No entanto, concomitante ao crescimento econômico brasileiro, uma desigual distribuição de renda fez do Brasil um dos países mais injustos do mundo, limitando o exercício da cidadania no cotidiano nacional. Durante a última década, os governos dos países latinoamericanos adotaram este diagnóstico como justificador da ineficiência estatal, acreditando que a única saída existente seria o enxugamento da máquina burocrática e a redução da capacidade de intervenção do Estado. No Brasil, a questão da reforma do Estado restringiu-se à dicotomia Estado-mercado, legitimando a essência neoliberal de contração do setor público e supervalorização do mercado como alocador de recursos.(...) O resultado, que ainda se desenha diante de nós, é uma constante ampliação do espaço do mercado, contrapondo-se a um desmonte da área social. A reflexão sobre estas nuances assumidas no Brasil acaba por evidenciar um modelo de política social que seja tríade, isto é, que seja capaz de incorporar três dimensões básicas de uma sociedade, sobretudo no mundo contemporâneo: Estado, mercado e sociedade civil. Podemos dizer, pois, que a partir da década de 60 inicia-se uma nova postura dos empresários nacionais frente ao mercado e à sociedade. O redirecionamento de seu olhar para a esfera social, mostrava-se intimamente relacionado a todo um contexto da reestruturação do Estado, que se evidencia a partir do declínio dos governos militares.”

Iniciado nas décadas de 60 e 70, foi nos anos 90 que o debate sobre a responsabilidade social e ambiental das empresas ganhou força, estendendo-se não apenas para as suas atividades internas, mas também para questionamentos sobre o seu papel na sociedade.

¹³ BARBOSA, Lia Pinheiro. op. cit. p.104.

Desde então o conceito de responsabilidade social corporativa se tornou cada vez mais amplo e um número maior de empresas passou a adotar iniciativas variadas de cunho social e ambiental, bem como a aderir a relatórios e índices de sustentabilidade.

Atualmente todas as 250 maiores empresas do mundo no quesito receita divulgam relatórios de responsabilidade social corporativa e 75% das 100 maiores empresas do mundo por país também realizam essa divulgação¹⁴.

Simultaneamente a este movimento, os primeiros códigos de conduta de empresas foram surgindo, tendo o primeiro deles sido criado em 1970, tornando-se esta prática mais popular a partir dos anos 90¹⁵. De forma geral, os códigos de conduta são guias voluntariamente desenvolvidos pelas companhias e publicados tendo como objetivo demonstrar o seu comprometimento público com o respeito a temas como direitos humanos, melhoria da qualidade de condições de trabalho e respeito e proteção ao meio ambiente¹⁶.

Um exemplo de código de conduta voltado para uma indústria específica são os materiais de discussão sobre atividades bancárias e direitos humanos do Thun Group. O Thun Group é formado por representantes de diversos bancos internacionais, voltado para o entendimento dos Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos da ONU (discutidos abaixo) dentro do contexto das atividades bancárias. Anualmente o grupo emite materiais de discussão para empresas desse setor, com orientações e questões que podem ser implementadas de forma a se atingir os objetivos constantes do documento da ONU.

Organismos internacionais de renome também passaram a criar códigos de conduta com diretrizes a respeito de questões sociais e ambientais¹⁷. Um dos mais relevantes e conhecidos são os Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos da ONU (*UN Guiding Principles on Business and Human Rights*)¹⁸. Tendo como principais pilares

¹⁴ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por receita foi retirado do relatório de 2016 da Fortune 500, disponível em: <http://fortune.com/global500/2016>, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por país levou considerou uma amostra de 49 países pesquisados pela KPMG para elaboração do relatório, cf. p. 52 do relatório.

¹⁵ JENTSCH, Valentin. *Corporate Social Responsibility and the Law: International Standards, Regulatory Theory and the Swiss Responsible Business Initiative*. European University Institute. Max Weber Programme, 2018/05. p.4. Disponível em: <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/59084>. Acesso em: 3 nov. 2018.

¹⁶ Um dos exemplos é o Código de Conduta Empresarial da empresa suíça de alimentos e bebidas Nestlé. Disponível em: [https://www.nestle.com.br/docs/default-source/fale-conosco/c%C3%B3digo-de-conduta-empresarial-nestl%C3%A9-\(2017\).pdf?sfvrsn=1ba17006_0](https://www.nestle.com.br/docs/default-source/fale-conosco/c%C3%B3digo-de-conduta-empresarial-nestl%C3%A9-(2017).pdf?sfvrsn=1ba17006_0). Acesso em: 3 nov. 2018.

¹⁷ JENTSCH, Valentin. op. cit. p.4.

¹⁸ UNITED NATIONS. *Guiding Principles for Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework*. Human Rights Office of the High Commissioner. Nova York and Genebra, 2011. Disponível em: https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf. Acesso em: out. 2018.

“proteger, respeitar e remediar”, o código trata das obrigações do Estado de proteger os direitos humanos e das empresas de respeitá-los, além de promover o acesso a medidas de remediação. Este foi o primeiro código de conduta sobre empresas e direitos endossado pela ONU, o que ocorreu de forma unanime pelo Comitê de Direitos Humanos da ONU em 16 de junho de 2011.

Outro importante código de conduta é o Guia da OECD para Empresas Multinacionais, que contém recomendações de implementação voluntária sobre questões de direitos humanos, trabalho, relações industriais, meio ambiente, corrupção e questões do consumidor. Primeiramente publicado em 1976 e atualizado mais recentemente em 2018, o código se direciona a empresas cujas sedes estão em estados que aderiram aos Guias de Conduta da OECD, incluindo, no entanto, aquelas de atuação transnacional¹⁹.

1.2.1 Dos relatórios de sustentabilidade

Mensurar a efetividade de muitas das medidas divulgadas pelas empresas não é tarefa simples. Dentre um número crescente de informações “socialmente corretas”, separar o joio do trigo entre as iniciativas realmente efetivas daquelas de cunho unicamente marqueteiro tornou-se um desafio para os investidores. Muitas empresas, por exemplo, divulgam como iniciativa de responsabilidade social o mero cumprimento de normas inerentes às suas atividades. Para o investidor sem conhecimento da legislação específica de cada setor, fica ainda mais difícil fazer essa avaliação crítica.

Para ajudar na criação de um “filtro” de qualidade das informações divulgadas, uniformizar a divulgação das informações, além de facilitar a comparabilidade entre desempenho das empresas, foram criados índices de sustentabilidade, de forma a indicar para o mercado quais empresas efetivamente se destacam em matérias de responsabilidade social e ambiental corporativa.

Um dos primeiros índices criados e ainda hoje amplamente utilizado para fins acadêmicos, é o FTSE KLD 400 Social Index, elaborado pela KLD Research & Analytics, Inc. Divulgado pela primeira vez em 1990, tem como objetivo autodeclarado auxiliar investidores a encontrar empresas que reflitam seus valores e que atendam a altos níveis de

¹⁹ OECD. *Guidelines for Multinational Enterprises 2017*. Jun. 2018. Disponível em: <http://mneguidelines.oecd.org/annualreportsontheguidelines.htm>. Acesso em: ago. 2018.

governança, de forma a melhor administrar os riscos a que estão expostas e identificar oportunidades ambientais, sociais e de boa governança²⁰. A ideia é dar maior exposição às empresas que apresentem bons níveis de sustentabilidade e governança de acordo com a classificação da própria instituição, excluindo de sua lista empresas cujos produtos possam causar impacto social ou ambiental negativo, ou que possuam características que sejam contrárias aos valores declarados da KLD, como álcool, tabaco, jogos ilícitos, armamento, energia nuclear, pornografia e organismos geneticamente modificados. A publicação divulga o desempenho das 400 melhores empresas em critérios como direitos humanos, diversidade, meio ambiente, governança corporativa, relação com a comunidade e seus funcionários, dentre outros.

Bolsas de valores ao redor do mundo também criaram índices específicos para empresas líderes em questões de sustentabilidade. Em 1999 a bolsa de Nova York lançou o índice Dow Jones de Sustentabilidade, que é utilizado como referência para medir o desempenho financeiro de empresas que se destacam em critérios pré-estabelecidos de sustentabilidade, como mitigação de mudanças climáticas, governança corporativa, tratamento de empregados e desempenho em questões de cunho social e ambiental. Para divulgação do seu índice global (a Dow Jones também divulga índices específicos para empresas europeias e norte-americanas), são entrevistados, aproximadamente, 3.900 administradores de companhias de capital aberto, sobre questionamentos específicos direcionados para cada tipo de indústria, que tratam de pautas relacionadas a fatores econômicos, sociais e de meio ambiente, considerados como relevantes para o desempenho das empresas²¹. Na última edição (2017), seis empresas brasileiras figuraram no índice Dow Jones de Sustentabilidade: o Banco Bradesco S.A., o Itaú Unibanco Holding S.A., a Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., a Embraer S.A., a Cielo S.A. e a Companhia Energética de Minas Gerais S.A. (Cemig)²².

No Brasil, a antiga BM&FBovespa, hoje B3, lançou, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, com objetivos semelhantes aos do Índice de Sustentabilidade Dow Jones. Segundo a bolsa brasileira, o ISE foi criado para que os investidores tenham acesso a uma análise comparativa de desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade, baseada em eficiência econômica,

²⁰ MSCI. *MSCI KLD 400 Social Index*. Disponível em: <https://www.msci.com/msci-kld-400-social-index>. Acesso em: 14 abr. 2018.

²¹ ROBECO SAM. *Sustainability Assessment*. Disponível em: <https://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/>. Acesso em: 15 abr. 2018.

²² Disponível em: http://www.robecosam.com/images/DJSI2017_ComponentList_World.pdf. Acesso em: 15 abr. 2018.

equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa²³. Buscou-se aumentar o conhecimento do mercado sobre empresas comprometidas com questões de sustentabilidade, destacando questões como transparência e prestação de contas, natureza do produto, desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

Merecem destaque, ainda, modelos de relatórios de sustentabilidade e certificações de adesão voluntária que também cresceram de forma exponencial nas últimas décadas, acompanhando o movimento de iniciativas de responsabilidade social pelas empresas.

Um exemplo são os modelos de relatórios de sustentabilidade da *Global Reporting Initiative* (GRI). Criado em 1997 como uma organização internacional independente, o GRI tem por objetivo permitir que as companhias comuniquem de forma efetiva e homogênea seu desempenho focando em alguns critérios relevantes da sustentabilidade, como seu impacto nas mudanças climáticas e em questões como direitos humanos, governança e bem-estar social²⁴. Não existe, portanto, uma classificação entre as empresas. Trata-se de relatórios de adesão voluntária, que permitem que as empresas divulguem de forma homogênea suas informações de responsabilidade social corporativa, facilitando também sua comparabilidade. O valor desse tipo de iniciativa é que, utilizando-se de um terceiro isento para estabelecer os parâmetros da divulgação, as informações prestadas pelas empresas ganham credibilidade. Isso porque percebeu-se que quando as empresas elaboravam informes ou relatórios de sustentabilidade autonomamente, sem seguir qualquer critério, elas inevitavelmente concediam maior destaque às variáveis nas quais sua *performance* era melhor e omitiam propositalmente indicadores nos quais seu desempenho era ruim. Por exemplo, uma empresa que tem alto índice de satisfação de seus funcionários e boa relação com a comunidade local, mas que produz alto índice de poluição e impacto ambiental negativo, informava apenas seu desempenho nas duas primeiras questões. É evidente, portanto, que as empresas que aderem voluntariamente a esse tipo de divulgação estão buscando melhorar sua imagem perante o público de forma geral, por meio do ganho de credibilidade na informação transmitida.

O GRI criou vários níveis de inscrição, o que fornece às empresas uma oportunidade de gradação nos níveis de divulgação. Empresas com o maior nível de inscrição (nível A), atualmente divulgam mais de 100 indicadores sobre o seu setor de indústria. O GRI é hoje o

²³ B3. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 15 abr. 2018.

²⁴ GLOBAL REPORT INITIATIVE. *About GRI*. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>. Acesso em: 15 abr. 2018

guia de reporte de informações de CSR mais popular entre as empresas, sendo utilizado por 75% das 250 maiores empresas do mundo no quesito de receita e 63% das 100 maiores empresas do mundo por país²⁵.

Outro exemplo de grande destaque é o UN Global Compact²⁶. Lançado em setembro do ano 2000 pelo então Secretário Geral das Nações Unidas, Kofi Annan, o acordo tem por objetivo fazer com que as empresas aderentes respeitem seus 10 princípios de direitos humanos, de bem-estar do trabalhador, de meio ambiente e anticorrupção²⁷. Desde seu lançamento, o código passou a ter mais de 13.000 participantes, incluindo 4.468 companhias e 5.237 pequenas e médias empresas. Além disso, essa mesma instituição cria metas de sustentabilidade para os próximos anos, que devem ser perseguidas conjuntamente por todas as empresas que aderem ao modelo. O objetivo das empresas que se filiam à iniciativa é o mesmo: demonstrar publicamente seu comprometimento com os princípios e metas ali desenvolvidos. Iniciativas como essa também podem servir como um guia para empresas que querem melhorar seus índices de responsabilidade social, que podem se orientar por meio do atendimento das medidas priorizadas pelas organizações externas.

Outro modelo semelhante é a certificação das empresas do Sistema B²⁸. Com o objetivo declarado de “*construir um ecossistema favorável para fortalecer empresas que usam a força do mercado para solucionar problemas sociais e ambientais*”, as empresas interessadas na certificação devem atender a uma série de requisitos pré-definidos pela

²⁵ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por receita foi retirado do relatório de 2016 da Fortune 500, disponível em: <http://fortune.com/global500/2016>, acesso em: 14 jun. 2018. O ranking das 100 maiores empresas do mundo por país levou em consideração uma amostra de 49 países, cf. p. 52 do relatório.

²⁶ UNITED NATIONS. *UN Global Compact*. Disponível em: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission>. Acesso em: 15 abr. 2018.

²⁷ Os princípios são: “*Human Rights*

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

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

Labour

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

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

Principle 5: the effective abolition of child labour; and

Principle 6: the elimination of discrimination in respect of employment and occupation.

Environment

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

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

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

Anti-Corruption

Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery.”(<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>. Acesso em: 15 abr. 2018)

²⁸ SISTEMA B. *Quem Somos*. Disponível em: <https://sistemab.org/br/quem-somos/>. Acesso em: 15 abr. 2018.

instituição certificadora para receber o selo de empresa B. Esses requisitos são relacionados a matérias de sustentabilidade e responsabilidade social corporativa. Até o ano de 2017, o sistema já havia certificado 340 empresas, que juntas faturam 5,53 bilhões de dólares anuais. Tais números, juntamente com os demais apresentados, demonstram o interesse crescente das empresas por questões de sustentabilidade, relacionamento com a comunidade e preservação do meio ambiente.

Além de acarretar em melhora na imagem pública da empresa, o que se assemelharia a uma iniciativa de *marketing*, existiria alguma outra razão para as empresas buscarem aderir a esses índices de sustentabilidade e metas globais e buscar certificações? Um dos objetivos desse trabalho é compreender o que leva uma empresa a querer ultrapassar os limites da simples geração de recursos e tomar iniciativas que efetivamente melhorem ou ajudem a preservar o meio ambiente e a comunidade.

1.2.2 Casos

O crescente interesse das empresas por questões de sustentabilidade não se refletiu apenas no surgimento dos relatórios e das certificações. Muitas empresas, espontaneamente ou por pressões do mercado, incluíram em suas agendas iniciativas, projetos e metas relacionadas à responsabilidade social e ambiental. A britânica *Body Shop*, por exemplo, possui desde a sua criação valores sociais declarados, como sustentabilidade, preocupação com a origem e o impacto de seus produtos, além do bom relacionamento com a comunidade. Tais valores são tão intrínsecos à empresa e sua cultura, que hoje são automaticamente associados à marca e seus produtos. Além disso, a empresa sempre esteve envolvida em uma série de iniciativas sociais e ambientais. Dentre elas o financiamento de campanhas do *Greenpeace*, a compra de matéria prima de fornecedores da Índia, de forma a ajudar o desenvolvimento do país, o projeto *The Big Issue*, voltado para moradores de rua e o investimento em campanhas de conscientização dos direitos humanos²⁹, são alguns dos exemplos. A empresa também apresenta como metas para o ano de 2020, reduzir o impacto ambiental de todos os seus produtos, assegurar que 100% de seus ingredientes naturais são rastreáveis e produzidos de forma sustentável, proteger 10.000 hectares de florestas e outros *habitats*, reduzir em 10% o consumo de energia de suas lojas, assegurar que 70% do total das

²⁹ Conforme informações divulgadas pela empresa, disponíveis em: http://www.thebodyshop.com/services/aboutus_history.aspx. Acesso em: 13 jun. 2018.

embalagens de seus produtos não possui combustíveis fósseis e que 100% de suas lojas utilizem energia renovável ou com carbono balanceado³⁰.

Outro exemplo de empresa que declara abertamente seus valores ambientais e sociais é a brasileira Natura. Esta empresa incluiu entre suas prioridades, em seu relatório Visão de Sustentabilidade 2050, a redução de emissões de gases do efeito estufa, a melhoria da relação com comunidades agroextrativistas e a justa remuneração pelos seus serviços, bem como o respeito aos ativos da biodiversidade³¹. Além disso, a Natura registrou seu compromisso com a sustentabilidade e o impacto social positivo em seu estatuto social, ao incluir um parágrafo que dispõe que o desenvolvimento das atividades relacionadas com seu objeto social levarão consideração os seguintes fatores: “(i) os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, e (ii) os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo, em relação aos seus colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes e demais credores, bem como das comunidades em que a Companhia atue local e globalmente.”³²

O maior banco americano em volume de ativos³³, JPMorgan Chase, figurou como primeiro na *Change the World List* do ano de 2017 da revista Fortune, por investir 250 milhões de dólares anualmente em projetos para o desenvolvimento de comunidades. Os projetos priorizam o surgimento e desenvolvimento de pequenas empresas, o treinamento de habilidades profissionais de moradores e a revitalização de bairros. O banco também disponibiliza um grupo de assessores para ajudar os pequenos negócios locais a se desenvolverem³⁴. Segundo o presidente do banco, os investimentos se justificam pois a administração da instituição acredita que seus lucros não aumentarão enquanto a economia estiver estagnada. Para ele o crescimento do PIB dos Estados Unidos não será robusto novamente a menos que o país faça mais para revitalizar as cidades prejudicadas por empregos industriais perdidos. Tais declarações demonstram a noção de que a empresa está inserida dentro de um contexto social e que suas ações têm impacto na comunidade em que atua. Com apenas um dos programas, voltado para revitalizar a cidade de Detroit, por meio do fortalecimento do negócio imobiliário local, apoio a pequenos negócios e treinamento a

³⁰ Conforme objetivos para o ano 2020 divulgados pela empresa. Disponível em: <https://www.thebodyshop.com/en-gb/about-us/our-commitment>. Acesso em: 13 jun. 2018.

³¹ Conforme informações da empresa disponíveis em: <http://www.natura.com.br/e/sustentabilidade>. Acesso em: 13 jun. 2018.

³² Conforme Estatuto Social da Natura Cosméticos S.A., datado de 20.04.2018. Disponível em: <https://natu.infoinvest.com.br/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas>. Acesso em: 20 nov. 2018.

³³ Segundo classificação da publicação americana Bank Rate, do ano de 2018. Disponível em: <https://www.bankrate.com/banking/americas-top-10-biggest-banks/#slide=1>. Acesso em: 1 dez. 2018.

³⁴ FORTUNE. *America's biggest bank designs a blueprint for urban economic revival*. Disponível em: <http://fortune.com/change-the-world/jpmorgan-chase/>. Acesso em: 15 ago. 2018.

moradores para trabalhos sob maior demanda, o banco estima que tenha criado ou preservado aproximadamente 1.700 empregos, financiado 100 novos empreendimentos e atingido em média 15.000 pessoas com seus programas de treinamento. Tais ações não são vistas pela administração como filantropia e sim como parte do projeto de desenvolvimento e expansão de seus negócios a médio e longo prazo.

Esses exemplos ilustram que empresas dos mais variados portes e setores da economia, estão direcionando um volume cada vez maior de recursos para questões relacionadas a impactos socioambientais.

1.3 O acionista e o investimento social: Critérios utilizados na seleção de investimentos

Mathew Nelson, autor do artigo *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*³⁵, compilou resultados de pesquisa anual realizada pela Ernest Young (nos anos de 2013, 2015 e 2016), na qual a empresa de auditoria buscou investigar, por meio de perguntas direcionadas a diretores presidentes de grandes companhias e gestores de recursos dos maiores fundos de investimento do mundo, qual a importância dada a informações não financeiras ao tomar decisões de investimento³⁶.

De acordo com os resultados obtidos, os investidores acreditam que o principal fator que motiva as empresas a divulgarem informações relacionadas ao meio ambiente, ao social e à governança corporativa (*environmental, social and governance* – “ESG”), é o incremento da sua reputação junto aos consumidores e órgãos regulatórios. A maioria dos investidores acredita que empresas que não divulgam seus riscos de ESG podem sofrer impactos em seus negócios.

Os investidores entrevistados informaram que escândalos ambientais e sociais recentes os levaram a reavaliar as divulgações não financeiras e a olhar de forma mais atenta para as informações disponíveis. A *performance* não financeira exerceu papel fundamental

³⁵ MATHEW, Nelson. *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Abr. 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/25/the-importance-of-nonfinancial-performance-to-investors/>. Acesso em: 18 jul. 2017.

³⁶ O estudo completo feito pela Ernest & Yung pode ser acessado em: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/\\$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf). Acesso em: 18 jul. 2017.

nas decisões de investimento da maioria dos entrevistados no ano de 2016 e em número maior em percentual de investidores do que nos anos anteriores.

O movimento de investimento em companhias socialmente responsáveis recebeu grande estímulo em fevereiro de 2016, quando o CEO (*chief executive officer*) da BlackRock (a maior administradora de recursos do mundo³⁷) enviou um memorando para os demais CEOs das 500 maiores empresas listadas na Standard & Poors e para as maiores empresas da Europa. A correspondência, de forma resumida e em tradução livre, continha a seguinte mensagem: foquem mais na criação de valor de longo prazo do que em investimentos que pagam dividendos a curto prazo; sejam abertos e transparentes sobre planos de crescimento; e foquem em fatores ambientais, sociais e de governança porque eles terão impactos financeiros reais e quantificáveis³⁸.

Na pesquisa realizada os investidores demonstraram amplo apoio às questões de ESG expressadas no memorando do CEO da BlackRock. Mais de 80% dos respondentes concordou com os 4 principais pontos do memorando: (i) que os CEOs devem apresentar estratégias de longo prazo revisadas a cada ano; (ii) que as companhias não consideraram as questões ambientais e sociais como parte do núcleo essencial de seus negócios por tempo demais; (iii) que a geração de retornos sustentáveis ao longo do tempo requer um foco mais apurado em fatores de ESG; e (iv) que as questões de ESG possuem impactos de longo prazo reais e quantificáveis.

³⁷ Segundo ranking elaborado pela Investment & Pensions Europe (I&PE). Disponível em: <https://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-asset-managers-2017-a-new-improved-business/10019291.article>. Acesso em: 18 jul. 2017.

³⁸ O texto original da carta é o seguinte: “*Over the past several years, I have written to the CEOs of leading companies urging resistance to the powerful forces of short-termism afflicting corporate behavior. Reducing these pressures and working instead to invest in long-term growth remains an issue of paramount importance for BlackRock’s clients, most of whom are saving for retirement and other long-term goals, as well as for the entire global economy.*

While we’ve heard strong support from corporate leaders for taking such a long-term view, many companies continue to engage in practices that may undermine their ability to invest for the future. (...)

Generating sustainable returns over time requires a sharper focus not only on governance, but also on environmental and social factors facing companies today. These issues offer both risks and opportunities, but for too long, companies have not considered them core to their business – even when the world’s political leaders are increasingly focused on them, as demonstrated by the Paris Climate Accord. Over the long-term, environmental, social and governance (ESG) issues – ranging from climate change to diversity to board effectiveness – have real and quantifiable financial impacts.

At companies where ESG issues are handled well, they are often a signal of operational excellence. BlackRock has been undertaking a multi-year effort to integrate ESG considerations into our investment processes, and we expect companies to have strategies to manage these issues. Recent action from the U.S. Department of Labor makes clear that pension fund fiduciaries can include ESG factors in their decision making as well. We recognize that the culture of short-term results is not something that can be solved by CEOs and their boards alone. Investors, the media and public officials all have a role to play. In Washington (and other capitals), long-term is often defined as simply the next election cycle, an attitude that is eroding the economic foundations of our country. (...)”

Matt Whineray, diretor de investimentos da *New Zealand Superannuation Fund* (que administra NZ30 bilhões), afirma que fatores de ESG podem ajudar a identificar novas oportunidades e a administrar investimentos de risco de longo prazo, evitando problemas de *performance* nas companhias que podem advir de uma governança frouxa ou de práticas ambientais e sociais fracas. O diretor baseou sua afirmação em dois estudos meta-analíticos da Oxford University em conjunto com a *Arabesque Asset Management* e um apresentado em 2012 pelo Deutsche Bank, que serão analisados em detalhe no próximo capítulo³⁹.

O autor observa que, após três anos de pesquisa (2013, 2015 e 2016), eventos recentes e iniciativas globais ofereceram evidência suficiente de que as informações de ESG exercem influência cada vez maior no processo de decisão de investimento. Os investidores, cada vez mais, percebem que existem riscos e benefícios materiais contidos nas informações não financeiras de empresas emissoras de valores mobiliários e que, entendendo esses riscos e benefícios, eles podem evitar o lado negativo e se beneficiar de um *valuation* (avaliação do valor da empresa) que considera as atividades empresariais não financeiras.

Em cada um dos anos estudados indagou-se a investidores o quão frequentemente a *performance* não financeira de uma companhia havia exercido papel fundamental em suas decisões de investimento nos últimos 12 meses. Em 2016, 68% respondeu que as informações não financeiras exerceram uma influência significativa frequente ou ocasionalmente, contra 52% e 58% em 2015 e 2013, respectivamente. Conclui-se, assim, que o número de investidores que se baseiam em informações não financeiras ao tomarem decisões de investimento – especialmente aqueles que o fazem ocasionalmente – cresceu de forma expressiva. De outro lado, a porcentagem de investidores que consideram informações não financeiras ou de ESG como imaterial ou trivial tem diminuído. Quando questionados sobre as razões de não incluírem informações de ESG em seu processo decisório em 2016, 16% dos investidores afirmou que não estava claro se informações não financeiras eram materiais ou poderiam ter algum impacto financeiro. Essa porcentagem representa queda dramática em relação a 2015, quando 52% dos respondentes fez a mesma afirmação e, mais ainda, em

³⁹ “Whineray points to two meta-studies that support the business case for ESG investing. A 2015 report by Oxford University and Arabesque Asset Management—based on more than 200 academic studies, industry reports, newspaper articles and books—found that 88% of the research reviewed shows “solid ESG practices” at companies lead to better operational performance, and that 80% of the studies analyzed showed that a company’s stock performance is positively influenced by good sustainability practices. Another report, by Deutsche Bank in 2012, which looked at more than 100 academic studies, concluded that ESG factors are correlated with superior risk-adjusted returns. The Deutsche Bank study also found that academic studies that tracked fund returns in the “socially responsible investing (SRI)” category may have turned up mixed or neutral results because many SRI managers have historically used exclusionary screens rather than the positive best-in-class investment approaches favored by ESG investors.”

relação a 2013, quando o número de respondentes nesse sentido foi de 60%. Sobre as razões para essa desconsideração, as respostas obtidas foram as seguintes⁴⁰:

“When asked about why they wouldn’t consider ESG issues in their decision-making, 42% of respondents in 2016 indicated that nonfinancial information is often inconsistent, unavailable or not verified, up from 32% in 2015 and 20% in 2013. Similarly, a growing plurality of respondents say nonfinancial measurements are seldom available for comparison with those of other companies, which garnered a 42% response in the 2016 survey, up from 16% in 2015 and 20% in 2013.

Finally, investors views on the quality of nonfinancial information provided by issuers may serve as a poignant wakeup call to chief financial officers and their corporate peers who seek the attention of institutional investors. Asked whether companies adequately disclose ESG risks that could affect their current business models, more than 80% of respondents said no. A solid majority – 60% - called for companies to disclose these risks more fully.”

Esses números demonstram que os investidores estão mais exigentes no que se refere à quantidade e qualidade das informações não financeiras divulgadas pelas sociedades investidas ou com potencial para investirem.

Um dos principais benefícios da análise de ESG para investidores é a possibilidade de medir e evitar riscos. Quando questionados sobre o quanto a informação de um possível risco ou histórico de baixa governança em um investimento poderia afetar sua decisão de investir, 39% dos respondentes na pesquisa de 2016 disse que iria se desfazer do investimento imediatamente, comparados a 27% em 2015 e 30% em 2013. Quando perguntados sobre as divulgações de risco aos direitos humanos em operações, 32% afirmaram que abandonariam o investimento imediatamente comparados a 19% e 22% em 2015 e 2013, respectivamente.

A principal razão para reconsiderarem um investimento, por 76% dos respondentes da pesquisa, foi o risco ou histórico de baixa *performance* ambiental, seguido pelo risco de escassez de recursos em 75% e risco de mudanças climáticas em 71%.

O autor destacou também uma mudança na preferência do tipo de informação sobre ESG que os investidores esperam encontrar nas divulgações anuais das empresas. Há anos, na década de 90, investidores preferiam ênfase na saúde e segurança dos trabalhadores, especialmente nos relatórios de empresas da indústria pesada, como as dos setores de mineração e óleo e gás. Atualmente esse tipo de informação continua importante, mas as companhias já divulgam essas informações e administram esses riscos no curso normal de

⁴⁰ MATHEW, Nelson. op. cit. p.4.

seus negócios. Isso significa dizer que tais questões já estão incorporadas na administração usual das companhias. O foco dos investidores mudou para outras questões mais recentes de ESG, como mudança nas expectativas sociais, impacto de tecnologias disruptivas, mudanças demográficas, escassez de água e outros recursos, mudanças climáticas e pagamento de executivos pós crises financeiras.

Atualmente até mesmo informações sobre riscos cibernéticos podem ser associadas a divulgações de ESG: como um problema de governança, do ponto de vista da administração e prevenção de vazamentos ou invasões, e como um problema social, por conta do potencial de criação de problemas com a fidelização dos consumidores no caso de um vazamento de informações privadas para o domínio público.

As informações de ESG também estão evoluindo na medida em que as empresas emitem dados mais diretos, com menos filtros. Por exemplo, atualmente a Bloomberg monitora e agrega “o índice de frequência de acidentes” das empresas, avaliando os acidentes de trabalho das empresas como um indicador, calculado à razão das horas totais de trabalho dos empregados contra o número total de acidentes declarados. Métricas de saúde e segurança também estão sendo frequentemente divulgadas pelas companhias nos seus relatórios de sustentabilidade. Os investidores podem utilizar este tipo de informação para medir a força da cultura de segurança de uma empresa e incorporá-la à sua análise de investimento.

Ao final de seu estudo, Mathew Nelson conclui que um número cada vez maior de investidores está utilizando informações não financeiras em suas análises de investimento.

1.3.1 O problema da divulgação dos relatórios de sustentabilidade

Sobre a questão da qualidade e do conteúdo das divulgações dos relatórios de sustentabilidade das empresas, a Deloitte publicou estudo voltado para investigar quais itens realmente importam para o mercado nas divulgações de valores de longo prazo das companhias⁴¹.

Segundo o estudo, o valor de longo prazo das empresas só pode ser criado e sustentado se os ativos subjacentes – financeiro, humano, manufaturado, social ou natural – não forem exauridos e, em muitos casos, puderem ser aumentados. As métricas não

⁴¹ HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. *Disclosure of long-term business value: what matters?* Deloitte Insights, 18 jul. 2013. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/insights/us/en/topics/corporate-responsibility/disclosure-of-long-term-business-value.html>. Acesso em: 14 jun. 2018.

financeiras (intangíveis) oferecem uma visão relevante sobre as estratégias de longo prazo de uma organização, que dependem de capital intelectual, lealdade de seus consumidores e resiliência às constantes mudanças nas demandas de mercado. Os ativos financeiros das empresas incluem pesquisa e desenvolvimento, marca, reputação, administração de externalidades sociais e ambientais e licenças para operar. Em resumo, as métricas financeiras fornecem um panorama da *performance* de curto prazo da empresa enquanto as métricas não financeiras seriam a melhor maneira de medir a criação de valor de longo prazo.

Prova dessa mudança de paradigma é a alteração nas métricas de avaliação das 500 maiores empresas em valor de mercado da Standard and Poors (“S&P”). Enquanto no ano de 1975, 83% das métricas referiam-se a ativos tangíveis, no ano de 2009 o gráfico estava invertido, de forma de 81% das métricas referiam-se a ativos intangíveis⁴².

Com um número cada vez maior de empresas considerando questões de ESG como parte de sua estratégia de administração de riscos, a competição entre as empresas também passará a ser definida pela forma como seus administradores aprendem a mitigar esses riscos e a se beneficiar das oportunidades que resultarem desse processo.

No entanto, a Deloitte identificou que ainda é frequente ocorrer descasamento entre o tipo de informação de ESG que as companhias publicam e os dados que realmente levam os administradores e os investidores a decidirem pelo investimento. Por essa razão, a Deloitte aponta a importância de que as empresas foquem no princípio da materialidade das

⁴² HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. op. cit.

informações como um filtro para seleção de quais informações de ESG serão divulgadas⁴³. A materialidade para informações de ESG, assim como para qualquer outro componente de uma decisão de investimento, deve ser relacionada aos impactos que a questão terá na avaliação da empresa (como, por exemplo, avaliando os prospectos de ganhos futuros, ou potenciais impactos nas responsabilidades e riscos nas demonstrações financeiras).

Para alguns administradores, o processo de entender quais medidas de ESG são materiais significa um trabalho constante de consulta individual a cada *stakeholder*⁴⁴ e administração de riscos ao longo do ano. A informação e a inteligência adquiridas com esse processo normalmente são usadas para orientar o processo de divulgação de informações e para melhorar o processo de resposta da companhia às demandas dos *stakeholders*. Empresas como a Shell e a SAP organizam painéis com seus *stakeholders* para discutir questões que podem ser materiais. Outras companhias desenvolvem questionários para entender as impressões de seus *stakeholders*.

Compreender qual informação é material, tanto para o negócio quanto para os *stakeholders* significa que os administradores precisam balancear resultados financeiros com uma gama de resultados não financeiros, medidos em uma variedade de unidades e horizontes temporais diferentes. Eles também precisam entender como os *stakeholders* vêem o comportamento da companhia e o que marca o limite entre o comportamento empresarial responsável e o irresponsável.

Os investidores esperam que as companhias apresentem os dados de ESG de forma quantitativa e que sejam informados consistentemente ao longo de vários anos, sendo propícias as comparações dentro e entre setores. Infelizmente isso não é o que ocorre, ao menos por enquanto. O GRI concluiu que a identificação de quais tópicos de ESG são materiais para cada empresa é um dos temas mais difíceis e menos desenvolvidos e esquematizados dentre os aspectos da divulgação de informações pelas companhias.

Por essa razão, em vez de confiar nas informações ESG divulgadas pelas empresas, um número crescente de investidores prefere construir seus próprios bancos de dados ESG ou usar dados de provedores de dados ESG (como MSCI, Asset4 ou Trucost). Quando possível, os investidores interessados usam as informações ESG para avaliar as implicações de risco e

⁴³ De acordo com a Deloitte, com base na SAB 99 e na IAASB *Framework for the Preparation & Presentation of Financial Statements* (parágrafo 30), uma questão é “material” se existe uma probabilidade substancial de que uma pessoa razoável, confiando no relatório possa mudar sua opinião ou ser influenciada pela inclusão ou correção do item. Da mesma forma, uma informação é “material” se sua omissão ou distorção podem influenciar as decisões econômicas de usuários tomadas com base nas demonstrações financeiras. A materialidade depende do tamanho do item ou do erro avaliados nas circunstâncias particulares da omissão ou da distorção.

⁴⁴ O conceito de *stakeholder* será detalhadamente apresentado no item 2.1.

retorno, a qualidade da administração, envolver-se com empresas e informar o voto por procuração e desenvolver produtos ou carteiras de investimento personalizados. Segundo Dan Hanson, gerente de carteiras da BlackRock administradora de recursos, independentemente de aplicarem explicitamente o rótulo “ESG” a essas características, os investidores consideram rotineiramente a cultura corporativa, o comportamento gerencial, o envolvimento de funcionários e clientes e as questões de governança como insumos fundamentais na tomada de decisões de investimento.

A questão é que, como a divulgação de informações de ESG ainda é voluntária e, muitas vezes, sequer é validada por terceiros, os dados podem ser inconsistentes ou mesmo não comparáveis entre empresas. Investidores reclamam que os relatórios, por vezes, incluem apenas informações favoráveis sobre os esforços de sustentabilidade da empresa e que a omissão sobre informações negativas pode confundir o seu julgamento. A possibilidade de seleção de quais indicadores serão utilizados por cada uma das empresas também dificulta a comparabilidade entre elas, mesmo pertencentes ao mesmo setor industrial.

Um estudo feito entre os anos de 2005 e 2009 com mais de quatro mil relatórios de sustentabilidade demonstrou número significativo de omissão de dados e informações imprecisas, além de irregularidades nas divulgações de informações sobre emissão de carbono em mais da metade das empresas estudadas, incluindo informações omitidas sobre subsidiárias e operações em alguns países⁴⁵.

Além disso, aqueles que preparam os relatórios, os auditores e as pessoas que os utilizam usualmente não concordam quanto à materialidade das informações. Pesquisas demonstraram que as pessoas que leem os relatórios tendem a ter limites de materialidade mais baixos que aqueles que os preparam (e os auditores), e o interesse pelas informações de ESG costuma variar entre analistas de investimento em ações e os investidores de renda fixa. Por exemplo, os primeiros estão mais interessados em informações de ESG e questões como emissão de gases, ao passo que os segundos estão mais interessados em divulgações sobre a governança da companhia.

Assim, como regra, os administradores de empresas acabam sopesando o que deve ser considerado material dentre as demandas dos *stakeholders* com base na sua percepção sobre a legitimidade, a urgência o poder relativo de cada *stakeholder*, além de considerar seus valores e interesses subjetivos, que são de difícil comparação. O resultado dessa avaliação

⁴⁵ LEEDS UNIVERSITY. *Doing good - or just talking about it?* 25 nov. 2011. Disponível em: https://www.leeds.ac.uk/news/article/2696/doing_good_or_just_talking_about_it. Acesso em: 15 jun. 2018.

nem sempre contribui para os esforços da administração em construir um valor de longo prazo para o negócio.

A Deloitte concluiu que os tópicos de ESG podem ser entendidos com uma cascata linear de decisões interconectadas. O processo deve começar com os *stakeholders* que decidem se reagem ou não ao comportamento corporativo com certa probabilidade. Nem todas as ações da empresa disparam uma reação de seus *stakeholders*. Reações dos *stakeholders* podem ser boicotes, ativismo, desinvestimento, busca por outro emprego ou comprar mais ou menos determinado produto. A força de uma reação depende do nível de importância que ela terá dentro do contexto da sustentabilidade. A percepção dos *stakeholders*, que é subjetiva e específica para cada contexto, estabelece que tipo de tópico de ESG é relevante e tem potencial de se tornar material para a companhia. *Stakeholders* também auxiliam a companhia a entender quais objetivos de ESG devem ser considerados em sua estratégia de negócios.

Uma vez que os tópicos relevantes são identificados com base nas informações dos *stakeholders* internos e externos, a companhia deve buscar identificar quais deles são materiais. O filtro de materialidade deve considerar quais tópicos de ESG possuem o maior potencial de impactar a avaliação da companhia dentro de um período de tempo pré-determinado pela administração. Isso pode incluir questões como perder uma licença de operação, impacto sobre o fluxo de caixa, e perdas reputacionais ou de valor de marca, dentre outros. O filtro de materialidade da empresa também deve capturar seus riscos operacionais, sua vulnerabilidade às questões de ESG, relativamente à sua resiliência. A vulnerabilidade de uma empresa é influenciada por riscos regulatórios (presentes e futuros), pela volatilidade de materiais e preços, catástrofes naturais e a sua habilidade de influenciar entidades acima (*upstream*) e abaixo (*downstream*) na cadeia para mitigar riscos. Mesmo riscos de baixa probabilidade que deem causa a um impacto material nos negócios devem ser considerados, especialmente se o impacto for significativo. Questões com impacto indireto, como riscos inerentes fora do controle imediato da companhia (fornecimento de água ou baixa na colheita em razão de aumento da temperatura, por exemplo), não podem ser automaticamente desconsiderados. Finalmente, mudanças na demanda e tendências nas preferências dos consumidores podem criar riscos, mas também podem revelar novas oportunidades para gerar valor de longo prazo. Colocadas dessa maneira, evidencia-se que os administradores das empresas são obrigados a dedicar esforços, tempo e dinheiro suficientes para implementar processos e controles que os ajudem a assegurar uma divulgação de tópicos de ESG precisa,

temporal e completa, e utilizar esses dados como suporte para os processos internos de tomadas de decisão.

1.3.2. O relatório integrado

Desde a criação dos relatórios de sustentabilidade, diversas crises financeiras mundiais (como a de 2008, por exemplo⁴⁶) e incidentes ambientais ou sociais graves envolvendo empresas (a recente tragédia da Samarco mineradora na cidade de Mariana, por exemplo⁴⁷) demonstraram que os modelos de divulgação de dados financeiros e de sustentabilidade não fornecem informações relevantes suficientes para o público e que uma transparência ainda maior entre empresas e investidores é necessária. Mais especificamente, investidores demonstraram a necessidade de informações mais precisas e transparentes nos relatórios sobre os desafios e as interdependências entre as informações de ESG da empresa e sua *performance* financeira. Por esta razão, doutrina e institutos voltados para a divulgação de relatórios de sustentabilidade passaram a estimular as empresas a adotar o chamado Relatório Integrado (“RI”), no qual informações não financeiras são divulgadas juntamente com as informações financeiras da companhia, de forma a demonstrar o impacto de cada uma dessas variáveis sobre a outra. Esta mudança de paradigma evidenciaria melhor para os investidores a conexão entre informações financeiras e informações de ESG, além de representar uma mudança na forma como as empresas tradicionalmente enxergam a CSR e sua divulgação (com um foco em filantropia e ética), para um reporte de métricas sociais, ambientais e de governança como componentes da estratégia de longo prazo da empresa⁴⁸.

De acordo com o *International Integrated Reporting Council* (IIRC), existem inúmeros benefícios na adoção do Relatório Integrado, dentre os quais destaca-se: a) a informação divulgada demonstra-se mais alinhada com as necessidades dos investidores; b) estabelece-se um nível mais elevado de confiança com acionistas e investidores chave; c) propicia melhores decisões de alocação de recursos, incluindo redução de custos para as organizações; d) melhora a administração de risco; e) diminui riscos reputacionais; e e)

⁴⁶ Conforme descrito em: CASTRO, José Roberto. *Dez anos da crise de 2008: colapso, consequências e lições*. Nexo, 13 set. 2018. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/expresso/2018/09/13/Dez-anos-da-crise-de-2008-colapso-consequ%C3%A2ncias-e-li%C3%A7%C3%B5es>. Acesso em: 2 jan. 2019.

⁴⁷ Conforme descrito em: LOPES, Luciano M. N. *O rompimento da barragem de Mariana e seus impactos socioambientais*. PUC Minas. Sinapse Múltipla, 5(1), jun.1-14, 2016. Disponível em: <file:///Users/lunaguimaraes/Downloads/11377-44451-1-PB.pdf>. Acesso em: 2 jan. 2019.

⁴⁸ FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. op. cit. p.16.

diminui custos e facilita o acesso ao capital, uma vez que melhora o nível de divulgação para acionistas e *stakeholders*.

Atualmente, 78% das 250 maiores empresas do mundo em termos de receita já divulgam relatório de sustentabilidade de forma integrada com o financeiro (o chamado relatório integrado), o que demonstra que ao menos as grandes empresas já estão conscientes da importância dessas métricas para a tomada de decisão dos investidores⁴⁹. No entanto, o índice de adesão entre empresas de médio e pequeno porte ainda é baixo.

⁴⁹ De acordo com o relatório anual de 2017 da KPMG sobre responsabilidade corporativa, disponível em: https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/campaigns/csr/pdf/CSR_Reporting_2017.pdf, acesso em: 14 jun. 2018.

reverta em aumento do valor da companhia, entendemos que o administrador deve responder pela sua decisão.

Assim, os resultados demonstram que mesmo o administrador do modelo mais tradicional de empresa, sem qualquer valor social ou ambiental declarado, pode escolher realizar investimentos desta natureza, uma vez que eles podem ser considerados como parte da estratégia de crescimento e valorização da empresa, o que consequentemente se reflete em aumento de valor aos acionistas.

5. Conclusões

A realização de investimentos de cunho social e ambiental pelas empresas é uma realidade. Independente das discussões teóricas travadas a respeito, tal prática se expande e ganha novos contornos a cada dia. Dessa forma, um novo olhar sobre essa realidade deve ser lançado. A antiga visão de que tais iniciativas tratam-se de mera filantropia ou desvio de finalidade por parte das empresas merece uma reflexão, especialmente considerando os resultados obtidos por meio deste trabalho.

Os mais recentes estudos meta-analíticos analisados demonstraram categoricamente a relação positiva entre a *performance* social e a *performance* financeira das companhias. Comprovou-se que o custo do capital para as companhias que adotam medidas de ESG é menor em relação àquelas que não o adotam, além de demonstrar que práticas sólidas de ESG resultam em melhorias na CFP das empresas e em aumento no valor de suas ações.

Assim, comprovou-se que é do melhor interesse econômico de administradores de empresas e de investidores incorporar questões de sustentabilidade no processo de tomada de decisão.

Para que as medidas de ESG se transformem em vantagem competitiva para as empresas, é importante que tais valores estejam enraizados na cultura da empresa. Constatou-se no entanto, que não é possível para nenhuma empresa atender ao interesse de todos os seus *stakeholders*. Na escolha de iniciativas de ESG a serem tomadas, as empresas precisam realizar uma seleção baseada em análise da materialidade de cada uma dessas medidas e dos *stakeholders* envolvidos. Além disso, para que tais medidas sejam convertidas em aumento de valor para a companhia e seus acionistas, é necessário que elas estejam inseridas dentro da estratégia de crescimento da empresa e que se relacionem diretamente com as atividades e o

objetivo da empresa. Meras ações de filantropia, inteiramente desconectadas dos objetivos da empresa, dificilmente se reverterão em algum retorno financeiro.

Os resultados apresentados representam uma boa notícia para os administradores que, sob o crivo da teoria da empresa, temiam alegações de desvio de finalidade ao decidirem pela aplicação de recursos da empresa em iniciativas sociais e ambientais. Ficou demonstrado que tais investimentos, desde que respeitados os critérios apontados, são realizados no melhor interesse da companhia e, assim, não podem dar causa à responsabilização do administrador. Ao contrário, as medidas de responsabilidade social corporativa devem ser incorporadas nos projetos de sustentabilidade e valorização de médio e longo prazo das companhias uma vez que garantem a perenidade das suas operações, resiliência a situações de crise e representam fator de estabilidade para as gestões futuras.

Tais resultados também representam um alinhamento entre as doutrinas dos *stakeholders* e da teoria da firma, na medida em que as iniciativas sociais e ambientais comprovadamente podem converter-se em retorno financeiro pra a companhia. Assim, independente do entendimento que se adote a respeito de qual é a finalidade da empresa, esta estará atendida. Reconhece-se que não é possível colocar um fim a tal contenda, uma vez que ainda remanescem as iniciativas que não se enquadram nos requisitos descritos acima, de caráter mais filantrópico e que, segundo alguns adeptos da teoria dos *stakeholders*, também deveriam ser incorporadas pela empresa. Mas sem dúvida, os resultados apresentados são um ponto de convergência entre as duas teorias, até então consideradas antagônicas.

6. Glossário

CFP: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Financial Performance*, que pode ser traduzida como o desempenho financeiro da empresa.

CSP: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Social Performance*, que pode ser traduzida como o desempenho social da empresa.

CSR: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Corporate Social Responsibility*, que pode ser traduzida como o desempenho social da empresa.

Disclosure: Qualquer tipo de divulgação pública de informações pela empresa.

ESG: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Environmental, Social and Governance*, que pode ser traduzida como ambiental, social e de governança.

Performance: Desempenho ou o resultado das atividades de uma empresa em um determinado período de tempo.

SRI: Acrônimo utilizado para substituir a expressão americana *Social Responsible Investing*, que pode ser traduzida como o investimento socialmente responsável.

7. Bibliografia

1. ABIDOR, Mitchell. *What the Non-Revolution of May '68 Taught Us*. NY Times: 5 de Maio de 2018. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/05/05/opinion/sunday/may-1968-france.html>. Acesso em: 14 out. 2018.
2. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil Dos Administradores De S/A (e ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.
3. ARMOUR, John. et. al. *The Basic Governance Structure: the interests of shareholders as a class*. ECGI Working Paper Series in Law. n° 337/2017, jan.2017.
4. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.
5. _____. *Studi in Tema di Società*. Milano. A. Giuffrè, 1952.
6. ASQUINI, Alberto. *I Battelli del Reno*. Rivista delle Società, n°4, 1959, p.617/633.
7. B3. *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 15 abr. 2018.
8. BARBOSA, Lia Pinheiro. *A Responsabilidade Social das Empresas no Brasil*. Artigo apresentado no GT: Participação Social e Cidadania, XI Congresso Brasileiro de Sociologia, Universidade Estadual de Campinas. 01 a 05 de setembro de 2003. Disponível em: <http://www.rle.ucpel.tche.br/index.php/rsd/article/viewFile/546/486>. Acesso em: 21 jun. 2018.
9. BEAUCHAMP, Tom L.; BOWIE, Norman E. *Ethical theory and business*. 3ªed. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall, 1988.

10. BAILEY, Jonathan; BÉRUBÉ, Vincent; GODSALL, Jonathan; e KEHOE, Conor. Focusing Capital on Long Term. Short-termist: insights from business leaders. Jan, 2014. Disponível em: http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/20140123-mck-quarterly-survey-results-for-fclt-org_final.pdf%3Fsfvrsn%3D5078258c_0+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br. Acesso em: 16 fev. 2018.
11. BERMAN, Shawn L.; WICKS, Andrew C.; KOTHA, Suresh e JONES, Thomas M. *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance*. The Academy of Management Journal, vol.42, nº 5, p. 488-506, out. 1999.
12. BEURDEN, Peter von; GOSSLING, Tobias. *The worth of values – A literature review on the relation between corporate social and financial performance*. Journal of Business Ethics, v.82, nº2, 407-424. ago. 2008.
13. BOAVENTURA, João Maurício. et. al. *Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos*. Revista de Contabilidade e Finanças – USP. São Paulo, v.23, nº60, p.232-245, set./out./nov./dez. 2012.
14. BOWEN, Howard Rothmann. *Social responsibilities of the businessman*. 1ª ed. New York: Harper, 1953.
15. BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 196*, Brasília, DF, 24 jun. 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2018.
16. CARROL, Archie B. *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*. The Academy of Management Review, v. 4, nº4, 497-505, out.1979.
17. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

18. CLARK, Gordon, FEINER, Andreas e VIEHS, Michael. *From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*. University of Oxford e Arabesque Partners: Março de 2015. Disponível em: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf. Acesso em: 23 jun. 2018.
19. CLARKSON, Max B. E. *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*. Academy of Management Review, vol.20, n°1, p.92-117, jan.1995.
20. COASE, R. H. *The nature of the firm*. v.4, 16ªed. London: Blackwell Publishing London, nov.1937, 386-405.
21. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
22. _____. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.
23. CUMMINGS, B. *Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest*. Columbia Law Review. 2012. 112(3): 578–612.
24. DELLA VIGNA, Stefano; LIST, John A; e MALMENDIER, Ulrike. *Testing for Altruism and Social Pressure in Charitable Giving*. Quarterly Journal of Economics. 2012. 127(1): 1–56.
25. DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*. Academy of Management Review, vol.20, n°1., p.65-91, jan.1995.
26. ECCLES, Robert G.; IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. Harvard Business School Working Paper; 2012.
27. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1991.

28. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
29. EVAN, William M.; FREEMAN, Robert Edward. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*. In: BEAUCHAMP, Tom L.; BOWIE, Norman E. *Ethical theory and business*. 3ªed. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall, 1988.
30. FREEMAN, Robert Edward. *Strategic management. A stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.
31. _____. Edward; EVAN, William M. *Corporate governance: A stakeholder interpretation*. Journal of Behavioral Economics. v. 19, 4ª ed., 337–359, 1990.
32. FRIEDMAN, Milton. *The social responsibility of business is to increase its profits*. The New York Times Magazine, set. 1970. Disponível em: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2018
33. FULTON, Mark; KAHN, Bruce M.; SHARPLES, Camilla. *Sustainable Investing. Establishing Long-Term Value and Performance*. DB Climate Change Advisors. Deutsche Bank Group. jun.2012. Disponível em: https://institutional.deutscheam.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf. Acesso em: 18 jul. 2017.
34. GALGANO, Francesco. *Las instituciones de la economia capitalista: sociedad anónima, Estado y clases sociales*. BATALLER, Carmen Alborch e PONT, Manuel Broseta (tradução.). Espanha: Ariel Derecho, 1990.
35. _____. *Lex Mercatoria*. Roma: Il Mulino, 2010.
36. GLOBAL REPORT INITIATIVE. *About GRI*. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>. Acesso em: 15 abr. 2018

37. GOSSLING, Tobias; VOCHT, Chris. *Social Role Conceptions and CSR Policy Success*, Journal of Business Ethics, vol.74, n°4, 363–372, jul. 2007.
38. HARIOU, Maurice. *A Teoria da Instituição e da Fundação*. Tradução de José Ignácio Coelho Mendes Neto. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2009.
39. HART, Oliver e ZINGALES, Luigi. *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*. Journal of Law, Finance, and Accounting, 2017, 2: 247–274. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/hart/publications/companies-should-maximize-shareholder-welfare-not-market-value>. Acesso em: 2 nov. 2018.
40. HESPENHEIDE, Eric J. e KOEHLER, Dinah A. *Disclosure of long-term business value: what matters?* Deloitte Insights, 18 jul. 2013. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/insights/us/en/topics/corporate-responsibility/disclosure-of-long-term-business-value.html>. Acesso em: 14 jun. 2018.
41. HOLME, Richard; WATTS, Phil. *Corporate social responsibility: making good business sense*. World Business Council for Sustainable Development. January 2000. Disponível em: <http://www.ceads.org.ar/downloads/Making%20good%20business%20sense.pdf>. Acesso em: 18/07/2017.
42. JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè Editore, 1972.
43. JENSEN, Michael. C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Journal of Applied Corporate Finance, v.14, n° 3, p.8-21, 2001.
44. JENTSCH, Valentin. *Corporate Social Responsibility and the Law: International Standards, Regulatory Theory and the Swiss Responsible Business Initiative*. European University Institute. Max Weber Programme, 2018/05. Disponível em: <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/59084>. Acesso em: 3 nov. 2018.
45. JOHNSON, Lyman. *Corporate Law and the History of Corporate Social Responsibility*. University of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper n°. 17-04; Washington & Lee Legal Studies Paper n°. 2017-10. may.2017.

46. JONES, Thomas M. *Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics*. Academy of Management Review, vol.20, nº2, 404-437, abr.1995.
47. LAMY FILHO, Alfredo. *A Função Social da Empresa e o Imperativo de sua Reumanização*. In: Revista de Direito Administrativo. vol.190. Rio de Janeiro: Renovar. out/dez. 1992.

_____. e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
48. LEEDS UNIVERSITY. *Doing good - or just talking about it?* 25 nov. 2011. Disponível em: https://www.leeds.ac.uk/news/article/2696/doing_good__or_just_talking_about_it. Acesso em: 15 jun. 2018.
49. LI, Jun; WU, Di Andrew. *Does Corporate Social Responsibility Benefit Society?* Ross School of Business Working Paper. nº 1335, feb.2017.
50. LIBSON, Adi. *Taking Shareholders' Social Preferences Seriously: Confronting a New Agency Problem* (August 6, 2018). Bar Ilan University Faculty of Law Research Paper No. 18-18. 6 Ago. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3226767>. Acesso em: 2 de novembro de 2018.
51. MANKIW, Nicholas Gregory. *Introdução à economia*. Tradução de Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013.
52. MARGOLIS, Joshua D.; WALSH, James P. *Misery loves companies: rethinking social initiatives by business*. Administrative Science Quarterly, v.48, nº2, p.268–305, jun. 2003.
53. MATHEW, Nelson. *The Importance of Nonfinancial Performance to Investors*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. apr. 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/25/the-importance-of-nonfinancial-performance-to-investors/>. Acesso em: 18 jul. 2017.

54. MERCER Investment Consulting. *The language of responsible investment: an industry guide to key terms and organisations*. 2007. Disponível em: http://www.belsif.be/user_docs/MercerInvestmentConsultingSRI.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.

55. MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. *Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts*. Academy of Management Review, vol.22, n°4, p. 853-886, out.1997.

56. MONTEIRO, Manuel Alves. *A Responsabilidade Social das Empresas (RSE)*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - N.º 21. CMVM. Portugal, ago. 2005. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/cadernoN21.aspx>. Acesso em: 12 jun. 2018.

57. MSCI. *MSCI KLD 400 Social Index*. Disponível em: <https://www.msci.com/msci-kld-400-social-index>. Acesso em: 14 abr. 2018.

58. NA ROTA do dinheiro sujo. (Temporada 1, ep. 1). Direção: Alex Gibney. Produção: Adam Del Deo Yon Motskin Lisa Nishimura Stacey Offman Jason Spingarn-Koff Alex Gibney. Distribuidor: Netflix. Jan, 2018. (75 min).

59. NORTH, Douglass C. *The New Institutional Economics and Development*. Washington University. oct.1993.

60. OECD. *Guidelines for Multinational Enterprises 2017*. Jun. 2018. Disponível em: <http://mneguidelines.oecd.org/annualreportsontheguidelines.htm>. Acesso em: 11 ago. 2018.

61. OMAR, Selim. *Outperforming through ESG Quant*. Arabesque Partners and Oxford University (Said Business School). Disponível em: <https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/research-projects/MiB/4-Arabesque-Case-Narrative.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2017.

62. ORLITZKY, Marc. *Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance?* Journal of Business Ethics, vol.33, nº 2, p.167-180, set.2001.
63. _____. SCHMIDT, Frank L.; RYNES, Sarah L. *Corporate social and financial performance: a meta-analysis*. Organization Studies, v.24, n.3, p. 403-441, 2003.
64. ORTS, Eric W. *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*. George Washington Law Review, 1992-1993.
65. PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
66. RATHENAU, Walter. *La realtà della società per azioni*. Tradução de Nilson Lautenschleger Jr.. da edição de 1917, intitulada *Vom Aktienwesen- Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlim, S. Fischer Verlag. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. nº 128. Ano XLI. outubro-dezembro/2012. p.199 a 223.
67. ROBECO SAM. *Sustainability Assessment*. Disponível em: <https://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/>. Acesso em: 15 abr. 2018.
68. SISTEMA B. *Quem Somos*. Disponível em: <https://sistemab.org/br/quem-somos/>. Acesso em: 15 abr. 2018.
69. SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. Trad. Luiz João Baraúna, São Paulo: Abril Cultural, 1a ed., 1983.
70. SUCHMAN, Mark C. *Managing Legitimacy: Strategic and institutional approaches*. Academy of Management Review, vol. 20, nº3, p.571-610, jul.2015.
71. STANWICK, Peter A.; STANWICK, Sarah D. *The Relationship between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination*. Journal of Business Ethics, vol.17, nº2, p.195-294, jan.1998.

72. THOMPSON, James D. *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1967.
73. ULLMANN, Arie A. *Data in Search of a Theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance*. Academy of Management, vol.10, n°3, p.540-557, jul.1985.
74. UNITED NATIONS. *Guiding Principles for Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework*. Human Rights Office of the High Commissioner. Nova York and Genebra, 2011. Disponível em:
https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf
f. Acesso em: 12 out. 2018.
75. _____. *UN Global Compact*. Disponível em:
<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission>. Acesso em: 15 abr. 2018.
76. WOOD, Donna J. *Corporate Social Performance Revisited*. Academy of Management Review, vol. 16, n°4, p. 691-718, out. 1991.
77. _____. JONES, Raymond E. *Stakeholder mismatching: a problem in empirical research on CSP*. *International Journal of Organizational Analysis*, vol.3, 3ed., 229-267, 1995.