

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Ritchelle Procknow

*Environmental, Social and Governance: análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos*

São Paulo

2021

Prof. Dr. Vahan Agopyan  
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior  
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo  
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Ritchelle Procknow

*Environmental, Social and Governance*: análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências

Área de concentração: Administração

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho

Versão Corrigida

(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

São Paulo

2021

Catálogo na Publicação (CIP)  
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Procknow, Ritchelle .

Environmental, Social and Governance: análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos. / Ritchelle Procknow. - São Paulo, 2021.

97 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2021.

Orientador: Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho.

1. Environmental, Social and Governance. 2. Agronegócio. 3. Sustentabilidade. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

*Aos meus pais e irmãos por todo apoio e amor!*



## AGRADECIMENTOS

*O pensamento é como a águia que só alça voo nos espaços vazios do desconhecido. Pensar é voar sobre o que não se sabe [...] As respostas nos permitem andar sobre a terra firme, mas somente as perguntas nos permitem entrar pelo mar desconhecido.*

Rubem Alves

No meu desafio de imersão nos diversos mares desconhecidos da vida, uma força espiritual sempre esteve ao meu lado. A esse Deus, que de muitas formas me manteve forte, me concedeu a proteção e motivação através de muitas pessoas que várias vezes por uma simples reflexão, palavra ou simples gesto me impulsionaram nos desafios de alçar voos cada vez maiores, me proporcionando crescimento e amadurecimento.

Assim, este caminho nunca percorri sozinha. Minha base de apoio, incentivo e amor sempre veio de meus pais e irmãos, o que me manteve forte em muitos momentos. Um agradecimento em palavras a eles nunca será o suficiente para expressar tamanha gratidão, mas registro aqui que este trabalho e tudo que alcancei até hoje é dedicado a vocês, Pai e Mãe!

Irmãos, vocês são essenciais, estando direta ou indiretamente sempre presentes junto a mim. Obrigada por vocês serem tão especiais e por todo o amor! Orgulho de tê-los como irmãos!

Tia Nelzi, desde sempre uma grande incentivadora do meu buscar pelo conhecimento e estudo. Sou eternamente grata por todo apoio e amor de sempre! És muito especial!

Meus avós, que me iluminam de um mundo paralelo de muita luz e paz. Aprendi muito com vocês! Minha avó, Vali, que me enche de amor a cada ligação e encontro! Aprendi tanto com vocês em todo momento de longas histórias e compartilhamento sábio! Eternos em meu coração!

À minha família, que me enche de amor e de boas energias. O apoio de vocês é essencial e cada um tem um grande mérito nesta conquista!

A meus mestres da Universidade Federal de Santa Maria, que me incentivaram e me apoiaram em todo o processo de entrada no mestrado. Professores doutores Anderson Denardin, Reisoli Bender e Clailton Ataídes, obrigada por todo o conhecimento e incentivo. Esta conquista tem grande influência de vocês!

Felipe Bulgacov, se hoje estou me tornando mestre, você tem grande influência neste título. Obrigada por ter plantado a semente da curiosidade em conhecer mais do mercado financeiro e da temática da governança corporativa em mim.

A vocês, Kattiany e Karina, que há anos tenho ao meu lado e que me acolheram de braços abertos sempre que precisei nesta cidade de São Paulo. Vocês são especiais, de um coração repleto de amor e luz! Obrigada por tudo, sempre!

A meu mestre e orientador, professor doutor Cláudio P. Machado Filho. Foste muito mais que um mestre, foste um orientador que sempre teve a preocupação humana de proporcionar aos orientandos a melhor experiência de descobrimento do que o mestrado poderia nos oferecer. Sua presença e apoio nesta caminhada foram de extrema importância. Fizeste desta trajetória não apenas um curso de mestrado, mas a formação de uma mestre que adquiriu experiência e aprendizado através não só da academia, mas de toda sua fonte de sabedoria, profissionalismo e conhecimento. Obrigada pela liberdade que me permitiu imergir nos caminhos desafiadores que esses anos me proporcionaram. Obrigada pela confiança depositada em mim, pelo aprendizado, pela experiência e pelos sábios conselhos compartilhados. Foste essencial nesta conquista! Grata e honrada em tê-lo como orientador!

Ao professor doutor José Roberto Savoia. Desde o início desta trajetória foste um grande e importante mestre. A ti serei eternamente grata por todo o aprendizado acadêmico e experiência profissional que tive ao participar de seus projetos. Obrigada pela confiança depositada em mim em todos os momentos! Obrigada por aceitar compor nesta etapa final minha banca examinadora para a titulação de mestre!

À Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo por todo o conhecimento proporcionado, por toda a base educacional e estrutural fantástica de conhecimento.

À equipe FIA e ao Grupo Pensa por toda experiência adquirida. À professora Camila Mourad e ao professor Marco Conejero pelo apoio e confiança em muitos projetos. Obrigada!

Aos gestores e entrevistados que aceitaram fazer parte desta pesquisa, por toda abertura e disponibilidade em conceder todas as informações possíveis. Foi um prazer enorme trazer um pouco de cada um de vocês para este estudo!

À banca examinadora deste trabalho. Obrigada pelo seu tempo e por esta avaliação final! Aos meus amigos, que em muitos momentos entenderam minhas faltas e me apoiaram durante esta trajetória. Foram muitos amigos que direta ou indiretamente, com uma palavra ou presença me deram suporte nesta caminhada. Obrigada por existirem, vocês são essenciais! A Rodolfo Vieira, pelo seu apoio, amizade, incentivo e ajuda em muitos momentos desta caminhada acadêmica.



Felipe Urtado e Emerson Mouco, chegamos até aqui juntos, após longos dias e noites de troca de conhecimento e conversas durante esse período de conclusão. Obrigada por terem estado tão presentes e por toda a amizade!

Thiago Salomão e Stock Pickers, vocês têm um considerável peso em um dos estudos aqui abordados! Obrigada! Vocês estão sendo a fonte de muita informação do nosso mercado financeiro!

Por fim, mas não menos importante, no decorrer de todo este trabalho, inúmeros foram os momentos de reflexão. Ideias e compartilhamento de conhecimento com pessoas especiais, a quem serei eternamente grata por cada momento, entrega e disponibilidade. Cada troca de conhecimento me fez despertar para mundos diversos de profundo pensamento e curiosidade sobre o que somos. Nessas trocas, alguém muito especial me falou: *“para fazer a mudança, as perguntas certas serão o caminho... investigue e as perguntas certas te levarão às respostas do caminho de uma mudança! A boa pergunta será sua chave!”*

Com uma pergunta iniciamos tantas coisas em nossas vidas; com uma pergunta, ou algumas perguntas, somos motivados a buscar o conhecimento e suas respostas. Perguntas nos fazem aprender todos os dias! Que nunca nos falem perguntas para buscarmos o conhecimento, afinal, somos eternos aprendizes!

Minha gratidão a todos!



## RESUMO

Crescimento populacional, mudanças de consumo, aumento do poder aquisitivo e processo de urbanização são algumas das variáveis estruturais que influenciam diretamente a produção agrícola. Vivemos em um mundo que se encontra em constante crescimento e transformação, de maneira que o Brasil será responsável pelo suprimento de uma grande parte das necessidades mundiais de derivados da produção agrícola. Isso tornará necessária a expansão da produção agrícola, cujo desenvolvimento e crescimento vem encontrando no mercado de capitais um importante veículo de fomento. Diante desse contexto, há uma intensa preocupação mundial quanto às questões de sustentabilidade perante a expansão da atividade agrícola e o crescimento das companhias de sua cadeia produtiva. Uma das partes mais sensíveis e importantes quando se trata de agronegócio é o meio ambiente, em razão de sua relevância quanto ao impacto e ao consumo de recursos naturais limitados. Pelo lado social, o setor tem importante papel econômico quanto à geração de renda de muitas famílias dependentes da atividade agrícola – além dos demais setores de sua cadeia produtiva –, como também em função do suprimento alimentar da população mundial. Pelo lado da governança, há muito que ser construído para que o agronegócio cresça de forma organizada, com bases sólidas e sustentáveis no mercado de capitais. A partir do exposto e da crescente demanda por investimentos sustentáveis calcados em princípios ESG (*Environmental, Social and Governance*), este estudo buscou responder ao seguinte problema de pesquisa: **como os fundos de investimentos, sob análise de investimentos responsáveis quanto aos princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG), estão inserindo o agronegócio em seus portfólios de investimentos?** Partindo do princípio de que a maior demanda do agronegócio será a produção de alimentos, alocações exclusivamente em ações não serão o maior impulsionador da efetiva contribuição do agronegócio para a sociedade. Dessa forma, novas formas de financiamento estão sendo inseridas no setor no mercado de capitais por meio do investimento no ativo mais valioso da atividade agrícola: a terra. Neste estudo foi realizada uma pesquisa qualitativa, exploratória e descritiva, com o intuito de buscar compreender de que forma as gestoras estão gerindo recursos do agronegócio e inserindo em suas análises as bases de princípios ESG na decisão de investimento. Trata-se de um estudo de casos múltiplos, que analisa três gestoras: duas com alocação em um mesmo segmento, porém em fases de implementação diferentes, e a outra com posição em uma parcela de ações do setor. Os dados foram coletados por meio de entrevistas e análises de documentos. As principais conclusões foram: (1) há um grande poder de crescimento do agronegócio em diferentes formas de financiamento por intermédio do mercado de capitais; (2) o ESG será uma valiosa ferramenta de melhorias em lacunas presentes no setor; (3) é necessário o desenvolvimento de um *framework* ESG destinado ao setor do agronegócio, enfatizando questões de prioridade na agenda sustentável do setor; e (4) o desafio do agronegócio está em comunicar ao mundo que é possível produzir (e que produzimos) de forma sustentável. Espera-se que este estudo contribua para o desenvolvimento de novas pesquisas relacionadas ao agronegócio e aos princípios de investimentos baseados nos pilares ESG.

**Palavras-chave:** Agronegócio. *Environmental, Social and Governance*. Sustentabilidade. Investimentos responsáveis.

## ABSTRACT

Population growth, consumption changes, increased purchasing power, and urbanization are structural variables that directly influence agricultural production. We are in a world in constant growth and transformation, where Brazil will be responsible for supplying a great demand of the world's needs as derived from agricultural production. Thus, it will also be necessary to expand agricultural production, and the capital market is an essential vehicle for fostering its development and growth. In this context, there is an intense global concern about sustainability issues because of the expansion of agricultural activity and the growth of companies in its production chain. When we talk about agribusiness, one of the most sensitive and essential parts is the environment due to its relevance in terms of impact and consumption of limited natural resources. On the social side, the sector has an essential economic role in generating income for many families dependent on agricultural activity and other sectors of its production chain and food supply for the world population. On the governance side, there is a lot to be built for agribusiness to grow in an organized manner, with solid and sustainable bases in the capital market. Based on the above and the growing demand for sustainable investments based on ESG (Environmental, Social and Governance) principles, this study sought to answer the following research problem: How investment funds, under the analysis of responsible investments regarding Environmental, Social, and Governance (ESG), are they including agribusiness in their investment portfolios? Assuming that the most significant demand of agribusiness will be on food production, allocations exclusively in shares will not be the primary driver of the effective contribution of agribusiness to society. Thus, new forms of financing are being introduced in the capital market sector through investment in the most valuable asset of agricultural activity: land. Qualitative, exploratory, and descriptive research was carried out to understand how the managers are managing agribusiness resources and inserting in their analysis the bases of ESG principles in the investment decision. The research is a study of multiple cases, analyzing three managers, two with allocation in the same segment but different stages of implementation and the other manager with a position in a portion of shares in the sector. Data were collected through interviews and document analysis. The main conclusions were: (1) there is a significant growth power of agribusiness in different forms of financing through the capital market; (2) ESG will be a valuable tool for improving gaps present in the sector; (3) it is necessary to develop an ESG framework for the agribusiness sector, emphasizing priority issues on the sector's sustainable agenda; and (4) the challenge for agribusiness is to communicate to the world that it is possible and that we produce sustainably. This study is expected to contribute to the development of new research on the theme of agribusiness and investment principles based on the ESG pillars.

**Keywords:** Agribusiness. Environment, Social and Governance. Sustainability. Responsible investments.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Pilares e fatores ESG.....	43
--------------------------------------	----

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução média anual da taxa de juros Selic. ....	67
--	----

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1: Abordagem e estratégia de análise ESG das gestoras pesquisadas. ....	75
Quadro 2: Segundo filtro de seleção.....	75
Quadro 3: Posição de alocação no agronegócio das gestoras pesquisadas.....	76

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Segmentos de listagem e algumas exigências. ....	36
Tabela 2: <i>Framework</i> metodológico da dissertação. ....	51



## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA.....	16
1.3. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO TEMA .....	16
1.4. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	17
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>18</b>
2.1. PROBLEMA DE AGÊNCIA: ORIGENS DO CONFLITO ENTRE AGENTE-PRINCIPAL.....	18
2.2. TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i> .....	20
2.3. <i>ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE</i> (ESG).....	21
2.3.1 Responsabilidade social – <i>Socially Responsible Investing</i> (SRI).....	21
2.3.2. Responsabilidade ambiental .....	24
2.3.3. Governança corporativa.....	26
2.3.3.1. O desenvolvimento capitalista e as corporações .....	26
2.3.3.2. O desenvolvimento da governança corporativa .....	28
2.3.3.3. Conceitos e princípios básicos de governança corporativa .....	30
2.3.3.4. Marcos históricos da governança corporativa .....	32
2.3.3.5. Governança corporativa no Brasil.....	34
2.3.3.6. Governança corporativa e agronegócio: sustentabilidade para o crescimento econômico.....	36
2.4. INVESTIMENTOS SOCIALMENTE RESPONSÁVEIS: AMPLIAÇÃO DE SEU ESCOPO.....	38
2.4.1. Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).....	40
2.4.2 Pilares ESG e filtros de investimento .....	42
<b>3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>44</b>

3.1.	TIPO DE PESQUISA.....	44
3.2.	MÉTODO DE PESQUISA .....	46
3.3.	UNIDADE DE ANÁLISE .....	47
3.4.	CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS CASOS .....	47
3.5.	COLETA DE DADOS .....	48
3.6.	TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS .....	49
3.7.	<i>FRAMEWORK</i> METODOLÓGICO .....	50
<b>4.</b>	<b>ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS CASOS .....</b>	<b>51</b>
4.1.	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS CASOS.....	52
4.1.1.	FAMA Investimentos .....	52
4.1.2.	Santa Fé Investimentos.....	56
4.1.2.1.	Sustentabilidade e “Caminhada ESG” da Santa Fé Investimentos .....	58
4.1.2.2.	Agronegócio: Fiagro Santa Fé Investimentos. ....	60
4.1.3.	RIZA Asset Management .....	62
4.1.3.1.	Estrutura em núcleos de gestão e produtos .....	63
4.1.3.2.	Fundo Imobiliário de Arrendamento de Terras.....	66
4.1.3.3.	Agronegócio: Fundo RIZA TERRAX .....	67
4.1.3.4.	Dados da oferta pública do fundo de investimento imobiliário TERRAX ..	71
4.2.	ANÁLISE DOS CASOS.....	72
4.2.1.	Análise ESG na seleção de investimentos.....	72
4.2.2.	Agronegócio e ESG.....	76
4.2.3.	Mercado financeiro como fomentador de práticas sustentáveis.....	79
4.2.4.	Agronegócio, ESG e seus desafios.....	81
<b>5.</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>82</b>
5.1.	LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES FUTURAS .....	84
<b>6.</b>	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>85</b>
	APÊNDICE A – Instrumento de pesquisa.....	96

APÊNDICE B – Carta apresentação da pesquisa.....	97
APÊNDICE C – TERMO DE CONSENTIMENTO .....	98



## 1. INTRODUÇÃO

De fundamental importância na economia mundial e na brasileira, o agronegócio ultrapassa a visão do plantar e criar: é um setor estratégico e complexo. Interliga nações por meio de suas relações de acordos internacionais, sendo o segmento econômico de maior valor em termos mundiais e abrangendo uma ampla cadeia produtiva. Atualmente tem uma grande responsabilidade social quanto ao suprimento da demanda mundial de alimentos para uma população mundial que, segundo a United Nations (2019), crescerá para em torno de 8,5 bilhões em 2030 e 9,7 bilhões em 2050 (ARAÚJO, 2008; MENDONÇA, 2015; PEREIRA e ROMEIRO, 2018; UNITED NATIONS, 2019).

Ao longo do processo de desenvolvimento produtivo, os avanços tecnológicos e a evolução da socioeconomia modificaram a fisionomia das propriedades rurais, que deixaram de se destinar apenas à autossuficiência e assumiram uma função comercial. Isso as tornou dependentes de uma quantidade maior de insumos e de produtos que não eram produzidos pelos próprios agricultores, levando, de um lado, à especialização de agentes em uma determinada atividade, e, de outro, à destinação dos excedentes de consumo da atividade agrícola para suprir as áreas urbanas. Estradas, armazéns, portos, bolsas de mercadorias, pesquisas e fertilizantes, dentre outros serviços fora da propriedade rural, foram impulsionados pelo crescimento da produção agrícola, o que levou o agronegócio a ser compreendido como um sistema mais complexo, com conexões intersetoriais, e a exercer um papel importante nas relações de comércio internacional (ARAÚJO, 2008; MENDONÇA, 2015; ZYLBERSZTAJN, GIORDANO, 2015; ZYLBERSZTAJN, 2017).

Dado que a evolução da agricultura gerou a dependência crescente de serviços, máquinas e insumos, esses segmentos se tornaram um elo importante para todo sistema agrícola, formando uma cadeia, um complexo de bens, serviços e infraestrutura que envolve agentes independentes (MENDONÇA, 2015; ARAÚJO, 2008). Diante dessa interconexão entre agentes de diversos setores e a “revolução tecnológica” que começa a acontecer no campo, o sistema agrícola passou por uma evolução em sua perspectiva, quando, em 1957, Ray Goldberg e John Davis definiram o conceito de *agribusiness* como a soma de todas essas operações envolvidas no processo da produção agrícola (GOLDBERG, DAVIS, 1957; MENDONÇA, 2015; ZYLBERSZTAJN, 2017).

Conforme os autores, o mundo agrícola e o industrial não são economias separadas, exclusivamente conectadas pela relação comprador/vendedor. Esses dois mundos estão entrelaçados, ligados e devem ser pensados em conjunto (GOLDBERG, DAVIS, 1957).

Em meio a demandas que se apresentam, de certa forma, ilimitadas, e recursos naturais limitados, as transformações produtivas, impulsionadas pela ciência e pela intensificação tecnológica, são variáveis de grande importância para a transformação da história da agricultura, desempenhando um papel fundamental para que o setor agrícola conseguisse acompanhar o crescimento da demanda por alimentos, água, fibras e energia (CRESTANA, CONTINI E RODRIGUES, 2018). Essa expansão da demanda mundial por derivados da produção agrícola é um fenômeno que vem se intensificando paulatinamente devido a alguns fatores, como o aumento acelerado e contínuo da população mundial, sua maior longevidade, a intensa urbanização, o aumento do consumo e da renda *per capita*, e as mudanças no comportamento dos consumidores, dentre outros aspectos que exigirão a expansão da produção do setor agrícola em nível global (EMBRAPA, 2018b; SAATH e FACHINELLO, 2018).

O Brasil, nas últimas cinco décadas, se tornou um dos mais importantes produtores e exportadores mundiais de alimentos, sendo um dos responsáveis pelo suprimento alimentar de aproximadamente 1,5 bilhão de pessoas no mundo, o que torna o agronegócio um dos setores que abrangem uma significativa parcela social e econômica no mundo, pois, além de suprir as demandas alimentares humanas, gera renda e empregos, representando uma parcela significativa do Produto Interno Bruto (PIB) do país. Dimensionando a importância do setor, projeções estimam que até 2030 a produção agrícola será responsável por suprir um crescimento de 40% na demanda por energia, de 50% na demanda por água e de 35% na expansão da produção de alimentos (EMBRAPA, 2018b), em meio a um crescimento da população mundial estimado em aproximadamente 2 bilhões de pessoas nos próximos 30 anos, passando dos atuais 7,7 bilhões para 9,7 bilhões de indivíduos em 2050. Isso leva o sistema agrícola a se preocupar em desenvolver maneiras sustentáveis de produção e a continuar sendo o motor de desenvolvimento econômico e social (FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION, 2018; UNITED NATIONS, 2019; WRR, 2019). Conforme indicado pela FAO (FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION, 2013) em sua publicação *The State of Food and Agriculture*, de 2013, nesse processo, principalmente quanto à nutrição e à erradicação da fome, o papel da agricultura na produção de alimentos e geração de renda é fundamental para a sociedade.

Com relação à oferta, toda essa expansão da produção agrícola exigirá a utilização de recursos naturais, o que gera para o setor um desafio quanto à disponibilidade de áreas agrícolas. Cerca de 90% das terras disponíveis para a expansão agrícola estão localizadas na América Latina e na África Subsaariana. Diante desse cenário, em busca de preservação em longo prazo, as preocupações relacionadas à sustentabilidade ambiental e à preservação das florestas nativas

têm levado ao aumento do controle sobre essa expansão, o que faz do agronegócio um setor ainda mais complexo e estratégico, pois precisa lidar com questões que, além de impactar a sustentabilidade do próprio negócio, afetam diretamente o ambiente e a sociedade. Portanto, manter um planeta próspero, equitativo e saudável é o desafio de crescimento sustentável no setor, conservando, conseqüentemente, seu papel econômico-social (MOREIRA, KURESKI & VEIGA, 2016; EMBRAPA, 2018b; FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION, 2018; SAATH e FACHINELLO, 2018).

Diante das limitações quanto à crescente escassez de recursos e diminuição da qualidade da terra e dos recursos hídricos, bem como quanto ao investimento insuficiente em agricultura sustentável em alguns países (FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION, 2018), o Brasil é visto como a grande potência agrícola em razão de sua agricultura contar com uma ampla disponibilidade de recursos naturais, em particular a terra, a água e o clima tropical favorável, além dos investimentos públicos e privados em tecnologia agrícola desde a década de 1970, o que proporciona efeitos positivos quanto a ganhos de produtividade e crescimento da agricultura brasileira, tornando o país um dos principais *players* mundiais do agronegócio (CHADDAD, 2017).

Entre os segmentos que compõem o agronegócio no Brasil (insumos, agropecuária, agroindústria e serviços), a indústria respondeu por cerca de 30% do PIB total gerado pelo setor em 2019, do qual 5,1% correspondeu à indústria de insumos e 22,6% à de alimentos (CEPEA, ESALQ, 2019). Isso mostra que a indústria desempenha um papel estratégico na economia ao se propagar por meio das conexões de produção, investimento, tecnologia e geração de renda (COSTA, SANTOS, MAGOSSO, 2018), reforçando ainda mais a participação do Brasil nas exportações mundiais em diversos produtos do agronegócio, o que leva as empresas agroindustriais brasileiras a expandirem suas operações para níveis internacionais. Como resultado, eleva-se sua escala de produção, com a instalação de matrizes industriais em mercados estrangeiros, como também se ampliam as opções de captação de recursos para investir e sustentar esses avanços, opções dentre as quais está o mercado de capitais internacionalizado e diversificado (COSTA, SANTOS e MAGOSSO, 2018).

Diante desse processo de expansão financeira, crescimento e responsabilidade do setor agrícola brasileiro na agenda mundial de demanda por seus derivados, o mercado de capitais se configura como um importante instrumento de financiamento privado por meio da gestão de fundos de investimentos, buscando desenvolver produtos nas áreas que tenham lacunas no desenvolvimento agrícola. Além disso, atualmente dá-se um passo importante relacionado à legislação, pois em 2021 foi sancionada a Lei nº 14.130, que institui os Fundos de Investimento

nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) no mercado de capitais brasileiro (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2021), proporcionando assim, por intermédio de gestoras, a proximidade dos investidores em geral com os produtos, bem como maior conhecimento das atividades envolvendo um dos setores de maior relevância no mercado brasileiro.

Além disso, o mercado de capitais vem sendo um importante meio de consolidação enquanto estimulador de ações de aprimoramento das boas práticas de governança corporativa que garantam um desenvolvimento sustentável, ambiental e social das organizações. Conta, para isso, com o auxílio de políticas de órgãos internacionais, como a Organização das Nações Unidas (ONU) e o Pacto Global, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), dentre outros órgãos importantes que auxiliam essa expansão econômica sustentável por meio do fomento a negócios que gerem renda e crescimento econômico para a sociedade em geral, com diretrizes para uma agenda que busca compreender as implicações dos investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança (*Environmental, Social and Governance – ESG*), com auxílio de metas para alcançar o desenvolvimento calcado na sustentabilidade, garantindo assim recursos e um ambiente sustentável para as gerações futuras (MARCONDES, BACARJ, 2010; PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, 2019).

Portanto, dada a complexidade, a importância e a amplitude de fatores envolvidos em todo esse ambiente, o agronegócio vem sendo o centro mundial de grandes debates e críticas. De um lado, precisa lidar com sua expansão de produtividade em vista da responsabilidade para com a sociedade (geração de renda, desenvolvimento econômico e suprimento alimentar, de fibras e de energia); de outro lado, necessita resolver questões que são a base essencial de sustentabilidade dos negócios: os recursos naturais. Diante do exposto, esta dissertação buscará analisar como algumas gestoras, sob a perspectiva ESG (*Environmental, Social and Governance*) e perante os desafios do setor, estão apresentando o agronegócio em seus portfólios de investimentos. Deve-se ressaltar a importância das temáticas envolvidas no debate mundial de preservação do ambiente e de responsabilidade social e econômica do agronegócio para com a sociedade. A relevância deste estudo está na tentativa de compreender e expor a visão dos gestores de fundos de investimentos perante o financiamento de um setor que se depara com muitas críticas e desafios na preservação ambiental, tendo responsabilidades alimentares, de geração de renda para muitas famílias e econômicas para o Brasil.

## 1.1. PROBLEMA DE PESQUISA



A questão que guia a pesquisa é: *como os fundos de investimentos, sob análise de investimentos responsáveis quanto ao Environmental, Social and Governance (ESG), estão inserindo o agronegócio em seus portfólios de investimentos?*

Há, no Brasil, uma grande dependência econômica do setor agrícola e um clima favorável ao seu desenvolvimento. Atualmente, cerca de 17,57 milhões de brasileiros estão empregados no setor, que em 2020 representou cerca de 26,6% do PIB brasileiro (CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA, 2021), além de calcar o desenvolvimento de muitas cidades.

No entanto, diante do uso dos recursos naturais e dos impactos ao meio ambiente, há uma cobrança e inúmeras críticas sobre as atividades do agronegócio. É de ciência do setor que sua atividade tem efeitos significativos no meio ambiente, dentre eles alguns que podem ser negativos e sérios, como escassez, poluição e degradação do solo, da água e do ar. Porém, a agricultura pode impactar positivamente o meio ambiente, por exemplo, prendendo gases de efeito estufa dentro de safras e solos ou mitigando riscos de enchentes por meio da adoção de certas práticas agrícolas associadas às novas tecnologias (ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, 2021).

Diante desses desafios do agronegócio, órgãos internacionais como a OCDE, dentre outros, monitoram as ligações entre o meio ambiente e a agricultura, identificam os problemas e desenvolvem políticas agrícolas que visam mitigar os impactos ambientais negativos, ao mesmo tempo que aumentam os positivos, fornecendo assim recomendações para melhorar a coerência das políticas de desempenho ambiental do setor agrícola, bem como para implementar e aplicar legislações nos países para a fiscalização das atividades agrícolas (ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, 2021).

Em vista disso, o investimento em novas tecnologias que elevem a produtividade do setor se faz necessário. Em vias de financiar e capitalizar o setor para implementar essa expansão da produção por meio da adesão a novas tecnologias, o mercado de capitais está sendo um poderoso estimulador de seu fomento e de práticas responsáveis e sustentáveis.

A agricultura está envolvida em vários riscos e oportunidades relacionados a investimentos ambientais, sociais e de governança (ESG). As inovações tecnológicas podem transformar a agricultura em uma indústria mais transparente, aumentando a confiança e a responsabilidade no setor, e hoje podemos observar que o mercado financeiro pode ser um dos grandes impulsionadores quanto a demonstrar à sociedade o que o agronegócio está fazendo perante a agenda ESG (S&P GLOBAL, 2020). As iniciativas de investimentos responsáveis que estão sendo adotadas e implementadas pelas bolsas de valores, e seguidas pelos fundos de

investimentos brasileiros, estão sendo um auxiliador em relação ao fomento do setor, proporcionando alternativas de financiamento a partir do desenvolvimento de produtos com foco exclusivo no agronegócio, e promovendo a agricultura sustentável com base em uma análise de investimento em práticas ESG, alinhadas às metas internacionais dos objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS) da ONU.

## 1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA

Esta pesquisa pretende analisar como as gestoras estão realizando os investimentos no agronegócio, focando na perspectiva de princípios ESG.

No mercado de capitais brasileiro não há uma grande diversidade de ativos do agronegócio, cenário que começa a ser modificado com o sancionamento de leis que estimulam a inserção do agronegócio na bolsa.

Neste trabalho foram elencadas três gestoras, das quais duas têm um posicionamento bem relevante do produto no setor, tendo foco não somente em ações, mas também em arrendamento de terras, explorando um dos recursos naturais mais importantes do planeta e da agricultura. A terceira gestora escolhida ocupa uma posição pequena de alocação em ações de empresas agro, porém seu posicionamento no mercado quanto ao engajamento nas práticas sustentáveis e princípios ESG é de relevância no mercado.

Buscando responder ao problema da pesquisa, o objetivo geral do trabalho será analisar de que forma os fundos de investimento estão inserindo o agronegócio em seus portfólios de perante as práticas de sustentabilidade que estão sendo debatidas no mundo dos investimentos e dos negócios relacionadas aos princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG).

De forma a complementar as análises, foram propostos os seguintes objetivos específicos:

1. Os condicionantes que levaram a gestora a iniciar a incorporação de análises ESG para seleção das empresas investidas;
2. Compreender a estratégia de alocação do fundo no agronegócio;
3. Apresentar a visão dos fundos gestores quanto à contribuição do mercado financeiro para o desenvolvimento de um mercado mais sustentável e responsável;
4. Uma visão de como o agronegócio vem se adequando aos princípios ESG e aos desafios do setor.

## 1.3. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO TEMA

Este estudo colabora para as pesquisas da atual agenda internacional relacionadas à sustentabilidade global e aos negócios do setor agrícola que envolvem as práticas ESG.

Um dos principais desafios para o setor agrícola é alimentar uma população global crescente e, ao mesmo tempo, reduzir o impacto ambiental, preservando os recursos naturais para as gerações futuras (ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, 2021).

Apesar dessas melhorias, ainda há mais a fazer, o que lega um papel importante para os formuladores de políticas, legislações e fiscalizações. Para resolver essas questões de longa data, não basta simplesmente ter iniciativas para a produção do setor. É necessário mais esforço e mais cooperação entre os agricultores, os formuladores de políticas e a cadeia de valor agroalimentar.

O papel social do agronegócio é muito relevante em nossa sociedade, pois parar a produção não causará somente a diminuição da oferta de alimentos, mas impactará também a renda de muitas famílias dependentes da produção agrícola.

O desafio imposto ao agronegócio está em implementar políticas que garantam a segurança alimentar e, simultaneamente, melhorar o desempenho ambiental, o que exige aumentar a produtividade na agricultura, aprimorando práticas de gestão da terra e minimizando as descargas de poluição, o que reduz os danos à biodiversidade. Além disso, é necessário fortalecer as políticas que evitam o uso de subsídios à produção e de insumos que tendem a prejudicar o meio ambiente.

Portanto, a agenda ESG é um instrumento que favorece o setor, pela qual poderá se demonstrar à sociedade que o agronegócio produz de forma consciente, preservando seu maior bem, o meio ambiente. Além disso, a agenda irá auxiliar no fortalecimento das práticas mais eficientes de produção. Diante disso, esta dissertação buscará contribuir para os estudos acerca dessa temática tão relevante nos dias atuais, envolvendo três grandes e importantes variáveis que impactam economias mundiais: mercado de capitais, agronegócio e princípios ESG.

#### 1.4. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Este trabalho está estruturado em cinco seções. A seção 1 apresenta a introdução e a contextualização do tema de pesquisa, seguidas da exposição do problema, dos objetivos do estudo, de sua justificativa e da importância do tema. A seção 2 discorre sobre a fundamentação teórico-empírica da dissertação, abordando as teorias-base que embasam este estudo, bem como as responsabilidades sociais, ambientais e de governança que estão sendo debatidas no cenário

atual do agronegócio e do mercado de capitais. A seção 3 descreve os procedimentos metodológicos adotados para o desenvolvimento deste estudo. A seção 4, por sua vez, contempla a exposição das análises dos casos da pesquisa. Por fim, a seção 5 apresenta as considerações finais.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1. PROBLEMA DE AGÊNCIA: ORIGENS DO CONFLITO ENTRE AGENTE-PRINCIPAL

Na evolução histórica das corporações, desde a Revolução Industrial, importante marco de progresso social, mudanças na forma de gestão das organizações passaram a ser estimuladas, e a separação entre controle e gestão das organizações ganharam significativa importância (NASCIMENTO e BIANCHI, 2005).

Os estudos iniciais abordando a relação entre estrutura de propriedade e conflitos de interesse na alta gestão das empresas têm seu marco no trabalho de Berle e Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Exercendo grande influência na temática, a obra é considerada o marco inicial da governança corporativa, e os autores os pioneiros quanto à abordagem inicial de discussões a respeito dos custos potenciais e dos benefícios da separação entre propriedade e controle em algumas grandes corporações norte-americanas (SAITO e SILVEIRA, 2008).

Berle e Means (1932) apresentam o processo de separação de controle como se fosse a “desintegração de um átomo” – abandonando as bases antigas, que durante muitos anos consideraram o interesse próprio dos proprietários como a garantia da eficiência econômica na empresa –, em um modelo de gestão em que o proprietário passa a não se envolver na administração e na tomada de decisão de “suas” empresas (BERLE & MEANS, 1932).

Com o objetivo de analisar o desenvolvimento das grandes empresas modernas, baseadas em ações comercializadas em mercado aberto na economia americana, Berle e Means (1932) estudaram a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e descreveram como os conflitos de interesse decorrentes de estruturas de propriedade pulverizadas poderiam influenciar o desempenho e o valor das companhias.

Os autores observaram que a propriedade pulverizada, quanto aos custos potenciais, fortalece o poder dos gestores, o que tende a aumentar suas ações em prol de seus próprios

interesses, e não dos interesses dos acionistas. Nesse ponto a relação se torna conflitante: propriedade nas mãos dos acionistas e o controle nas mãos dos administradores e gestores (BERLE & MEANS, 1932; 1984).

Anteriormente a Berle e Means, na obra *In the Wealth of Nations*, de 1776, Adam Smith ressaltava um aspecto no controle das companhias: a natureza humana. Smith afirmava que dos gestores de empresas com propriedade pulverizada que administram mais o dinheiro de outras pessoas do que o seu próprio não se espera que eles zelem com a mesma vigilância que os próprios donos do capital (MARKS, 1999).

É na natureza humana que nos deparamos com uma das questões centrais dos problemas de governança corporativa: indivíduos agem de forma a maximizar sua utilidade pessoal ao longo de suas vidas, ou seja, se comportam de forma utilitarista, buscando maximizar uma função voltada para suas próprias preferências e para seus próprios objetivos (JENSEN & MECKLING, 1994; SILVEIRA, 2010; PINHEIRO, CARRIERI & JOAQUIM, 2013).

Essa é uma premissa razoável e potencialmente positiva para o fomento da atividade econômica. No entanto, em uma organização empresarial, a busca pela maximização de utilidade pessoal pode levar um indivíduo a tomar decisões que acarretem prejuízos a terceiros, por exemplo investidores que confiam a um administrador ou gestor o poder de tomada de decisões em seu interesse. Assim, há um problema de desalinhamento de interesses nas empresas, um problema entre a relação “Agente-Principal” conhecido na teoria como conflito de agência (SILVEIRA, 2010).

A literatura econômica sobre a teoria da agência até pouco tempo enfatizava uma teoria de mercados, na qual a firma era vista como uma “caixa-preta”, manipulada com o objetivo de atender às condições marginais relevantes quanto aos *inputs* e *outputs*, maximizando assim os lucros (JENSEN & MECKLING, 1976).

Os estudos de Jensen e Meckling (1976) conferem à Teoria da Agência o princípio fundamental do comportamento maximizador – a análise do indivíduo –, desenvolvendo assim uma teoria que deixa de analisar as empresas como “caixas-pretas”, e passando a explicar como a alocação de capital entre acionistas e os objetivos conflitantes de gestão dentro das companhias poderiam impactar e afetar as decisões e o desempenho da empresa (BERLE & MEANS, 1932; JENSEN & MECKLING, 1976; SAITO, SILVEIRA, 2008).

Os autores definem essa relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (Principal) empregam uma outra (Agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao Agente. Sendo assim, se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, existem razões para acreditar que o Agente nem

sempre agirá de acordo com os interesses do Principal, pois o indivíduo está sujeito às limitações inerentes à natureza humana. De forma a evitar que haja possíveis problemas de agência e assimetria de informações, o Principal fica sujeito a custos de agência para gerar o alinhamento de interesses dos Agentes aos seus, monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles (JENSEN & MECKLING, 1976; SAITO, SILVEIRA, 2008).

É nesse contexto que a Governança Corporativa se faz presente, sendo um sistema por meio do qual se exerce controle nas corporações mediante um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam harmonizar a relação entre acionistas e executivos reduzindo o problema de agência relacionado à separação entre propriedade e controle (JENSEN & MECKLING, 1976; SAITO, SILVEIRA, 2008; NASSIFF & SOUZA, 2013).

## 2.2. TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

A teoria dos *stakeholders* teve seu conceito básico desenvolvido por Freeman (1984), na obra *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, na qual reconhece formalmente a importância dos constituintes corporativos para além dos acionistas (JONES, 1995; SARTURI, SERAVALLI, BOAVENTURA, 2015).

Segundo Freeman (1984), uma das características de uma empresa é seu relacionamento com muitos grupos e indivíduos, os denominados *stakeholders*. Nessa relação, cada um tem o poder de afetar o desempenho da empresa e/ou participar de alguma forma do desempenho dela (FREEMAN, 1984). Em muitos casos, ambas as condições se aplicam (JONES, 1995).

Conforme essa teoria, o objetivo da empresa é ser um veículo para coordenar os interesses dos *stakeholders*, e, segundo Donaldson e Preston (1995), a teoria dos *stakeholders* não parte necessariamente do pressuposto de que os acionistas são o único foco legítimo de controle corporativo e governança. Segundo os autores, existem três dimensões nessa teoria que devem ser consideradas: descritiva, instrumental e normativa (DONALDSON, PRESTON, 1995; SARTURI, SERAVALLI, BOAVENTURA, 2015).

Em sua dimensão descritiva, a teoria busca explicar as características e comportamentos da empresa, isto é, como as relações dela e seus *stakeholders* ocorrem. Na dimensão instrumental são identificadas as conexões, ou a falta delas, envolvendo a prática do gerenciamento dos *stakeholders* e a realização dos objetivos da empresa – a empresa que consegue êxito ao gerenciar seus *stakeholders* é relativamente mais próspera quanto a desempenho de rentabilidade, estabilidade e crescimento. Por sua vez, na dimensão normativa,

a função da organização é analisada de forma a identificar as diretrizes morais ou filosóficas das operações, explicando o que deve ser feito para coordenar os interesses dos *stakeholders* (DONALDSON, PRESTON, 1995).

Todas as dimensões são trabalhadas a partir do alinhamento dos interesses de todos os *stakeholders*, compreendendo suas necessidades, solicitações, reivindicações e desejos. Balancear essas diferentes necessidades dos grupos de *stakeholders* é de fundamental importância para a gestão sustentável da organização (SARTURI, SERAVALLI, BOAVENTURA, 2015). Dessa forma, cada público com interesse na companhia deveria ter o direito de ser tratado como um fim em si mesmo, e não como um meio para outro fim, o que seria a maximização da riqueza dos acionistas (DONALDSON & PRESTON, 1995; FREEMAN, 1988).

Para que essa relação empresa-*stakeholders* esteja mais alinhada e equilibrada, a organização se vincula aos seus *stakeholders* por meio de contratos, que assumem a forma de trocas, transações, delegação de autoridade para tomada de decisão, bem como de documentos legais e formais (JENSEN & MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1985; JONES, 1995).

No entanto, há muitos críticos à teoria. A questão central quanto aos interesses a partir dos quais as organizações empresariais devem ser geridas e a favor de quem elas devem estabelecer critérios de decisão ainda é um dilema. Muitos críticos da teoria entendem e interpretam esse equilíbrio de interesses de todos *stakeholders* como um tratamento igualitário. Porém, segundo a teoria, nem sempre esse equilíbrio irá significar igualdade, ponto no qual a teoria recebe suas críticas (PHILLIPS, FREEMAN, WICKS, 2003).

Acionistas (*shareholders*) investem capital, funcionários tempo e conhecimento, fornecedores concedem insumos e assim por diante, de forma que, a partir desses investimentos dos *stakeholders* a empresa consegue alcançar seus objetivos e se manter competitiva no ambiente de negócios. Portanto, o ponto central dessas discussões refere-se a qual função-objetivo as empresas deveriam atender – a dos *shareholders* ou a dos *stakeholders*? Ou ainda: é possível atender simultaneamente ambas as partes? (BOAVENTURA, CARDOSO, SILVA, SILVA, 2009; SARTURI, SERAVALLI, BOAVENTURA, 2015).

### 2.3. ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG)

#### 2.3.1 Responsabilidade social – *Socially Responsible Investing* (SRI)

Investimentos socialmente responsáveis, em inglês *Socially Responsible Investing* (SRI), estão presentes na sociedade há algumas décadas. São considerados investimentos que seguem um conjunto de abordagens que incluem questões de cunho social e ético nos critérios de avaliação financeira para aquisição, alienação ou manutenção de algum investimento. Podemos considerar que suas influências iniciais se encontram na religião. Por volta do Século XVIII, grupos de amigos religiosos, chamados de quakers, se recusavam a realizar negócios envolvendo comércio de escravos, fumo, álcool ou jogos de azar, além de usura, isto é, atividades que geravam lucros de forma desonesta e antiética, com cobrança de juros excessivos, de forma a explorar indivíduos (COWTON, 2002; SCHWARTZ, 2003).

Conforme os negócios se desenvolveram e modernizaram, por volta da década de 1960 os investimentos responsáveis passaram a incidir mais sobre as questões sociais da época, como direitos civis, preocupações quanto à guerra, igualdade para as mulheres, direitos trabalhistas, dentre outros, aumentando a sensibilidade às questões de responsabilidade social e evoluindo segundo as mudanças na sociedade (SCHUETH, 2003).

O setor empresarial e as organizações há anos influenciam o progresso da sociedade, as relações humanas e a ligação entre nações na busca do crescimento econômico e do bem-estar social da população por meio dos benefícios que o ambiente de negócios proporciona a toda a sociedade. Muitas organizações são consideradas centros vitais de poder e de tomada de decisões, com ações que impactam a vida dos cidadãos em diversos pontos. Diante do exposto, a responsabilidade social das organizações e empresários há anos refere-se às obrigações em aderir a políticas e tomar decisões responsáveis, seguindo uma atuação alinhada aos objetivos e valores sociais (BOWEN, 1953).

Segundo Bowen (1953), as decisões e ações tomadas pelos homens de negócio que estão nas empresas influenciam diretamente a vida das pessoas, como também, de alguma forma, impactam suas personalidades, afetando não somente os *stakeholders* ou *stockholders* ligados à empresa, mas a vida e a forma de obter renda de toda uma sociedade (BOWEN, 1953).

Diante disso, Davis (1960) argumenta que a responsabilidade social das organizações quanto a suas decisões e ações deve ser guiada por razões que ultrapassem o interesse econômico da empresa. Assim, a partir do momento em que as ações empresariais quanto à responsabilidade social se concretizarem, haverá retorno econômico no longo prazo para a empresa como forma de retribuição por todo seu trabalho e pelo seu efeito em uma sociedade mais responsável, gerando oportunidades de crescimento a todos que nela estão inseridos (DAVIS, 1960).



O posicionamento socialmente responsável deve ser observado não apenas a partir de uma visão filantrópica de obrigações econômicas e legais. Bowen (1953) afirma que a responsabilidade social não é uma simples iniciativa de tentar remediar males, e sim uma ação que contém uma verdade importante que deve guiar os negócios no futuro (BOWEN, 1953). Suas ações e iniciativas perante a sociedade envolvem compreender as necessidades de seu entorno, trabalhando com políticas, bem-estar social da comunidade, educação como base de formação conhecimento e formação profissional que possibilite o crescimento dos indivíduos no mundo social e dos negócios como um todo, além da qualificação, diversidade e bem-estar dos próprios funcionários, com justiça, ética nos negócios e cidadania corporativa a partir da contribuição de todos para o crescimento da organização (MCGUIRE, 1964).

Perante o contexto acerca do papel das organizações na sociedade, a Comissão do Desenvolvimento Econômico (CED) publicou em 1971 a obra *Social Responsibilities of Business Corporations*, trazendo para o debate a função dos negócios no contexto social. Seu propósito básico é servir às necessidades da sociedade. Porém, a CED observou que o contrato social entre empresas e sociedade estava mudando substancialmente. As responsabilidades das empresas se tornavam maiores com o passar do tempo, e os valores humanos deveriam ganhar maior importância nesse contexto, contribuindo não só para o fornecimento de bens e serviços, mas também para as solicitações quanto às contribuições para a qualidade de vida da população (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971; CARROLL, 1999).

Três círculos de impacto social das organizações foram definidos pelo Comitê de Desenvolvimento Econômico:

- **Círculo interno:** responsabilidades básicas e eficiência quanto a sua função econômica. Consiste na execução da missão da empresa, no fornecimento de produtos de qualidade, na geração de empregos e no crescimento econômico (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971; CARROLL, 1999).
- **Círculo intermediário:** engloba, além de sua responsabilidade básica e de sua função econômica, as responsabilidades quanto aos valores sociais, ao meio ambiente e à relação com empregados (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971; CARROLL, 1999).
- **Círculo externo:** a empresa se torna de fato envolvida no ambiente social. Engloba o posicionamento da empresa para com questões em torno da pobreza e da piora do ambiente urbano, dentre outros problemas da sociedade como um todo (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971; CARROLL, 1999).

Portanto, considerando os fins e os meios para alcançar seus objetivos, as organizações estão inseridas e ligadas às culturas e aos sistemas sociais dos locais em que se desenvolvem. As organizações são como sistemas abertos que interagem com o ambiente externo, recolhendo insumos e devolvendo na forma de bens e serviços, o que deve levar as empresas a buscarem mais que eficiência na maximização dos lucros e minimização dos custos. Elas devem também buscar compreender as necessidades e os desejos do ambiente externo, dos *stakeholders*. Assim, além de apenas processar os insumos e devolvê-los ao ambiente externo, a organização estabelece uma relação de sinergia e interdependência com outros subsistemas, internos e externos, o que fortalece sua vantagem competitiva no ambiente de negócios (BATEMAN, SNELL, 1998; PINTO, LEMOS, ROCHA, FERREIRA, 2010).

### **2.3.2. Responsabilidade ambiental**

Em meados do século XVIII, mais especificamente na Inglaterra, o modo de vida no planeta começou a sofrer significativas mudanças com a Revolução Industrial. A transição da manufatura para a indústria mecânica gerou o aumento da produção e a ascensão de novas tecnologias, o que possibilitou o progresso econômico de muitas nações e da vida das pessoas. No entanto, à época os impactos ambientais dessa revolução não eram pontos prioritários. Anos à frente começaram a se observar as consequências da alteração das atividades produtivas advindas desse processo de mudança pelo qual a sociedade passou (POTT, ESTRELA, 2017).

A partir da década de 1960 os desastres ambientais que resultavam em milhares de mortes começaram a chamar a atenção para a necessidade de reformas no sistema produtivo e de consumo. Entidades e chefes de Estado começaram a se posicionar mais fortemente para buscar formas que conciliassem o crescimento econômico com a preservação do meio ambiente, a manutenção do equilíbrio dos ecossistemas e a garantia da qualidade na saúde da população mundial. Diante desse desafio, a United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization (Unesco) lança, em 1971, o programa “Man and Biosphere”, resultado da “Conferência sobre a Biosfera”, realizada em Paris em 1968, buscando compreender as repercussões das ações humanas sobre os ecossistemas mais representativos do planeta (UNITED NATIONS EDUCATIONAL, SCIENTIFIC AND CULTURAL ORGANIZATION; POTT, ESTRELA, 2017).

Em 1972 a Conferência das Nações Unidas em Estocolmo discutiu o desenvolvimento econômico em relação à prudência ecológica e à justiça social, o que resultou, no Brasil, na elaboração do Decreto nº 73.030, de 30 de outubro de 1973, a partir do qual, ainda sem poder

de polícia, a Secretaria Especial do Meio Ambiente (Sema) propunha discutir a questão ambiental brasileira (POTT, ESTRELA, 2017).

A década de 1980 foi marcada por diversos incidentes ambientais. Um vazamento de gases tóxicos em Bhopal, na Índia, em 1984, foi considerado o pior acidente químico da história. Chernobyl, maior acidente nuclear da história, ocorrido em razão da explosão de um reator da usina nuclear construída pela União Soviética, em Chernobyl, na Ucrânia, em 1986, tirou a vida de aproximadamente 10 mil pessoas e afetou milhares de quilômetros de florestas, em uma região que até hoje apresenta níveis de radiação no ar. Em março de 1989, o petroleiro Exxon Valdez colidiu com rochas submersas na costa do Alasca e ocasionou um dos mais danosos derramamentos de óleo gerados por um navio. Além disso, o aquecimento global e a redução da camada de ozônio se tornaram questões mais recorrentes para a sociedade, fazendo com que o meio ambiente seja mais observado pelos investidores preocupados com o que está acontecendo no mundo (SCHUETH, 2003; KAHN, 2007).

Diante de todos esses acontecimentos, no Brasil, em 1981, foi instituída pelo Sema a Política Nacional do Meio Ambiente (PNMA) sob a Lei Federal nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, que criou o Sistema Nacional do Meio Ambiente (Sisnama) e o Conselho Nacional do Meio Ambiente (Conama). No mesmo ano também foram instituídos outros instrumentos relacionados a padrões de qualidade, zoneamento, avaliação de impactos e licenciamento ambiental, além da promulgação da Lei Federal nº 6.902, de 27 de abril de 1981, que trata da criação de Áreas de Proteção Ambiental e Estações Ecológicas. Anos à frente, nossa PNMA apresenta consideráveis mudanças, tornando obrigatória em 1997 a instituição do Licenciamento Ambiental e promulgando, em 1998, a Lei dos Crimes Ambientais – Lei nº 9.605/1998 –, que tornou crime ações lesivas ao meio ambiente, como também a desobediência à legislação ambiental. Em 2012 o Código Florestal Brasileiro, criado em 1965, sofreu mudanças mais severas e foi implementado o Cadastro Ambiental Rural (CAR) (POTT, ESTRELA, 2017).

As questões ambientais permeiam muitas indústrias e sobre o setor agrícola brasileiro incide diretamente toda a legislação ambiental brasileira. É um dos setores mais regulamentados e protegidos quanto à sustentabilidade, em vista do suprimento das necessidades humanas, emprego, renda, crescimento econômico e seu impacto no meio ambiente (JOSHI, SINGH, SHARMA, 2020).

Portanto, diante das crescentes preocupações ambientais, da responsabilidade social e ambiental do agronegócio e das mudanças no consumo de alimentos, a sociedade está se atentando de forma cada vez mais ativa a iniciativas e ações que ofereçam progressos na

preservação ambiental, bem como a legislações e fiscalizações não somente sobre a empresa, mas sobre a adoção dessas questões em toda a cadeia de valor. A distribuição de produtos derivados das cadeias produtivas é um grande desafio social diante da crescente demanda de seus produtos, da disponibilidade e da segurança dos alimentos consumidos. Graças às transformações tecnológicas, o agronegócio adquire ganhos de produtividade e cuidados com os recursos naturais sem gerar tantos impactos ao ambiente (JOSHI, SINGH, SHARMA, 2020).

### **2.3.3. Governança corporativa**

#### **2.3.3.1. O desenvolvimento capitalista e as corporações**

Advindas de um processo de avanços e transformações, as grandes corporações de negócios alcançaram uma importante dimensão na história das civilizações (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Na Revolução Industrial ocorreu o desenvolvimento das bases tecnológicas do sistema capitalista, estabelecendo mudanças nos modos de produção e novas relações entre os agentes econômicos (empreendedores, trabalhadores e governo), transformando as escalas de produção, a divisão do trabalho e o modelo tradicional de suprimento das necessidades humanas. O poder que até então era da terra, fator dominante de subsistência da época, deslocou-se radicalmente para um poder de capital. A descoberta e o desenvolvimento de novas tecnologias de produção expandiram as oportunidades de emprego do capital. Quanto maior era o investimento do capital em tecnologias avançadas, maiores eram as produções, rendas e poupança para reinvestimentos (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Paralelamente a essa ascensão do capital surgiu o sistema de sociedade anônima, conhecida também como incorporação acionária ou de capitalismo de propriedade coletiva. O sistema de sociedade anônima e o mundo das grandes corporações são considerados equivalentes.

A origem dos termos corporações e sociedades anônimas, ou acionárias, é antiga. Apareceram no período da Idade Média, originando-se das corporações de artes e ofícios, que eram centros de convergência da atividade artesanal e manufatureira que atuavam como unidades coletivas de negócios. Essas corporações eram de significativa importância para a sobrevivência do comércio, pois regulavam a atividade produtiva, fixavam preços e, para garantir a perenidade e a ordem econômica, além de estabelecer direitos e deveres, realizavam melhorias progressivas nas técnicas de produção. Funcionavam como unidades de controle da

divisão de trabalho e como pilares do comportamento social ao promover a dedicação ao trabalho e a garantia da regularidade dos suprimentos. Quando a produção apresentava excedentes, estes ultrapassavam as cidades medievais e eram levados a mercados distantes pelas companhias “licenciadas” de comércio, compostas por mercadores que dispunham de excedentes monetários. Dessa forma, nas corporações de artes e ofícios e nas companhias “licenciadas” de comércio estão as raízes do sistema de sociedade anônima: elas reuniam recursos, eram instituições de desenvolvimento de mercados e promoviam a acumulação e a distribuição de resultados (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Dentre ambas, as companhias de comércio ampliaram seu escopo de atuação, com algumas que se voltavam para a acumulação financeira, tornando-se sociedades por ações que monopolizavam o comércio internacional. Chamavam-se companhias das Índias Orientais, Moscóvia, França, Baía de Hudson, África, Virgínia, Massachusetts, além da Companhia de Lugares Distantes. Todas se lançavam pelos novos mundos do Oriente, da África e das Américas, abertos por Cristóvão Colombo, Fernão de Magalhães e Vasco da Gama (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2006).

Nascida em 1600, a Companhia das Índias Orientais britânica teve sua licença concedida pela rainha Elizabeth I e, por mais de dois séculos e meio, assemelhou-se a um império, com exército próprio, frotas imensas, negócios que monopolizavam o comércio com a Índia e com a China (chá). Assim, em 1613 aconteceu a primeira emissão de ações da companhia. Sua rival era a Companhia Holandesa das Índias Orientais, que recebeu autorização para funcionar em 1602 e manteve seus negócios até o século XVIII. Esta controlava o comércio com os Países Baixos, a África, nas regiões do Cabo da Boa Esperança e do Trópico de Câncer, as Américas e partes orientais da Nova Guiné (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2006; ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Foram essas companhias licenciadas que deram início à ideia da governança corporativa, unindo investidores e administradores em um sistema de controle sobre a alocação de capitais e a distribuição dos lucros obtidos com o comércio das especiarias trazidas pelos navios vindos do Oriente. A Companhia Holandesa das Índias Ocidentais foi um modelo de inovação. Era composta por diretores que tinham responsabilidades, além do objetivo permanente de maximizar lucros para os investidores – havia contratos que especificavam como se daria a distribuição dos lucros. Contava ainda com um sistema de prestação de contas rigoroso e bem estruturado. Porém, ainda havia falhas e devido a conflitos dentro de ambas companhias elas acabaram se desestruturando e perdendo poder (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2006).

Todas essas transformações, revoluções e o espírito de empreendimento moldaram as instituições do sistema capitalista e a formação histórica do mundo corporativo. As mudanças desse sistema, conjuntamente à evolução corporativa e ao desenvolvimento de formas de administração e gestão, despertaram o ambiente dos negócios para práticas éticas, transparência, regulamentações e alinhamento entre três âncoras do mundo corporativo: acionistas, conselhos e direção (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Ao longo de todo esse processo histórico, as forças de gestão sofreram modificações: evoluíram quanto a suas concepções, abordagens, instrumentos de gestão e estrutura de poder. Como exposto anteriormente, Berle e Means (1932) observaram uma das mudanças mais impactantes nesse desenvolver da moderna corporação advinda do capitalismo: a separação entre propriedade e gestão (BERLE & MEANS, 1932). Essa tese foi abordada também por Jensen e Meckling (1976), que ressaltaram o incentivo *ex-ante* de longo prazo visando o alinhamento dos interesses dos executivos ao dos investidores, de forma a evitar possíveis conflitos nas tomadas de decisão dos negócios (JENSEN, MECKLING, 1976; MONK, MINOW, 1995).

### **2.3.3.2. O desenvolvimento da governança corporativa**

Conflitos de agência derivados do oportunismo dos gestores ou associados a estruturas de propriedade acionária que ensejam expropriação dos direitos dos minoritários são as razões fundamentais do desenvolvimento da governança corporativa. Segundo Monk e Minow (1995), a governança corporativa é o processo de alinhamento de interesses econômicos entre os acionistas, de um lado, e a diretoria executiva, de outro, surgindo de forma a cuidar desses conflitos e de outros desalinhamentos nas companhias (MONK, MINOW, 1995; ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

É difícil definir o ano inicial do seu surgimento, porém, em meados da década de 1980, o movimento da governança corporativa ganhou forte relevância nos Estados Unidos devido ao ambiente acionário muito pulverizado e das leis norte-americanas que dificultavam a atuação e participação dos acionistas nas companhias. Os *Chief Executive Officers* (CEOs) norte-americanos desfrutavam de um excessivo poder de controle, pois, à época, os conselhos de administração eram constituídos em grande parte pelos próprios executivos da companhia. Assim, quando havia algum membro externo no conselho, isso se devia frequentemente a um relacionamento pessoal com o CEO. Diante dessa situação, diversos investidores se mostravam insatisfeitos, principalmente os investidores de grandes fundos de pensão (SILVEIRA, 2010).

Com o passar dos anos e o crescimento dos negócios, as crises, os colapsos financeiros, as fraudes e os escândalos corporativos abalaram o sistema econômico ao redor do mundo. A década de 2000 foi marcada por uma onda de fraudes de algumas empresas, onda que fez o mercado despertar para a importância de uma governança corporativa mais rígida. Nesse período ocorreram casos como o da Parmalat, que em 2003 apresentou grandes lacunas em suas demonstrações financeiras e falta de solidez em seu sistema de governança corporativa, com o acionista controlador ocupando ao mesmo tempo dois cargo de poder, o de CEO e o de presidente do conselho de administração da empresa. Houve também o caso da WorldCom, em 2002, que teve suas irregularidades contábeis descobertas em uma auditoria interna; da Enron, na qual, em 2001, por meio de uma investigação da Security Exchange Commission (SEC), identificou-se que durante anos os diretores da empresa manipulavam balancetes, enxugavam prejuízos e demonstravam lucros excepcionais (MELIS, 2005; GILL, 2008; BAVA & DEVALLE, 2012).

Diante de todos esses episódios, a crise de 2008 foi considerada, perdendo apenas para a Grande Depressão de 1929, o colapso financeiro de maior impacto na economia americana, com perdas significativas e amplas que refletiram sobre os mercados mundiais. O início dessa crise remonta a um momento de elevado crescimento da economia americana e de juros em baixa, o que motivou os bancos a criarem hipotecas de alto risco para atender novas modalidades de clientes. Essa nova modalidade de crédito ficou conhecida como *subprime*, ou seja, se baseava na concessão de crédito a tomadores que não apresentavam garantias. Assim, iniciada na indústria de hipotecas *subprime* dos EUA em 2007, a crise financeira do mercado imobiliário se espalhou para os mercados de crédito e, em seguida, para os mercados financeiros mundiais.

Órgãos reguladores, como o FED (Federal Reserve), dos EUA, o FDIC americano (Federal Deposit Insurance Corporation) e os bancos centrais dos países desenvolvidos do mundo intervieram buscando estabilizar suas economias. Porém, o caso americano teve as maiores consequências negativas na economia. Ocorreram perdas financeiras contabilizadas em trilhões de dólares e um grande abalo na economia dos EUA, como a falência do Banco Lehman Brothers, que, dentre os bancos de investimentos da época, era aquele que tinha uma estratégia de negócios de alto risco, com exposição significativa e alavancada pelos mercados imobiliários e de hipotecas *subprime* dos EUA (SWEDBERG, 2010; SIECZKA, SORNETTE & HOLYST, 2011; WIGGINS, PIONTEK & METRICK, 2014).

A partir desses acontecimentos observou-se um aumento de consciência quanto às repercussões que a governança corporativa fraca e as práticas de gestão de risco podem ter nos

mercados financeiros, economias mundiais e investidores. O conflito de interesses e a maximização da utilidade advindos do ser humano estão no centro de todos esses acontecimentos.

### **2.3.3.3. Conceitos e princípios básicos de governança corporativa**

Há um conjunto de fatores que cerca as questões relacionadas à governança corporativa. Nesse conjunto se enquadram as dimensões da empresa, as estruturas de propriedade, as fontes de financiamento, a tipologia dos conflitos de agência, a harmonização dos interesses em jogo, a tipologia quanto ao regime legal, como também quanto à origem dos grupos controladores, os traços culturais das nações em que a empresa passa a operar, as instituições legais e os marcos regulatórios estabelecidos em cada parte do mundo, dentre outros (ROSSETTI e ANDRADE, 2012).

Em vista dessa ampla abrangência, o conceito de governança corporativa também apresenta uma grande diversidade de definições. A governança corporativa é vista e definida como um sistema pelo qual os investidores se asseguram quanto ao retorno de seus investimentos (SHLEIFER & VISHNY, 1997), sendo uma estrutura que visa garantir que os controles e equilíbrios estejam em vigor, guiando a empresa em direção às decisões que criem valor sustentável em longo prazo (MONKS & MINOW, 2004). Portanto, nessa visão, a governança corporativa é, em grande medida, tida como um conjunto de mecanismos por meio dos quais investidores externos se protegem contra a expropriação por parte de *insiders* ou agentes (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER & VISHNY, 2000).

A governança corporativa também é definida como um sistema pelo qual as empresas são dirigidas, controladas e monitoradas, abrangendo o envolvimento relacional da empresa para com acionistas, conselho de administração, diretores executivos e outras partes interessadas, sendo assim a guardiã de direitos das partes envolvidas, definindo regras e procedimentos para a tomada de decisões estratégicas por meios e valores que conduzirão o gerenciamento eficaz das organizações, por normas que regem as relações internas e externas das companhias, tendo em sua base princípios definidos pela ética aplicada à gestão dos negócios (CADBURY, 1998; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 1999; ROSSETTI, ANDRADE, 2012; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015).



Além de valores éticos, estão presentes na base da boa governança princípios básicos que dão sustentação a suas práticas, tanto internamente quanto nas relações com terceiros (IBGC, 2015). São eles:

- **Transparência:** disponibilização das informações, principalmente as de maior relevância, que afetam os negócios, não se restringindo apenas ao desenvolvimento econômico-financeiro, mas contemplando fatores como a ação gerencial, que conduzem à preservação do valor da organização (ROSSETTI, ANDRADE, 2012; IBGC, 2015).
- **Equidade:** senso de justiça, tratamento isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), considerando seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas (IBGC, 2015).
- **Prestação de contas (*accountability*):** no que tange aos agentes de governança, ou seja, indivíduos e órgãos envolvidos no sistema de governança (sócios, administradores, conselheiros fiscais, auditores, conselho de administração etc.), esse princípio consiste na prestação de contas de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo da atuação dos agentes, de forma que assumam integralmente a consequência de seus atos e omissões, atuando com diligência e responsabilidade no âmbito de seus papéis (IBGC, 2015).
- **Responsabilidade corporativa:** princípio pelo qual os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, como também reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações que possam atingir terceiros, aumentando as externalidades positivas, considerando os diversos capitais no seu negócio (financeiro, humano, social, ambiental, intelectual, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazo (IBGC, 2015).

Em síntese, a governança corporativa abrange valores, direitos, relações, sistema de governo, gestão e controle, como também um sistema e uma estrutura de poder que envolvem estratégias e geração de valor, amparados em um sistema de normas que visam formar um conjunto de instrumentos objetivando a excelência da gestão e a observância das partes interessadas que são afetadas pelas decisões dos gestores (ROSSETTI, ANDRADE, 2012). Logo, em linha com a definição estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), a governança corporativa consiste no sistema pelo qual empresas e organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de controle, fiscalização e as demais partes interessadas. No mesmo sentido os princípios básicos da governança corporativa se convertem,

por meio das boas práticas, em facilitadores do acesso a recursos e contribuem para a qualidade de gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2015).

#### **2.3.3.4. Marcos históricos da governança corporativa**

Agigantamento das corporações, dispersão do capital de controle, processos de fusão e aquisição, sucessões e conflitos de interesse, dentre outras mudanças no mundo corporativo e dentre outras transformações no setor real da economia incentivaram a criação de novos instrumentos legais de controle e regulação das práticas de mercado para as operações de poder no sistema capitalista, que se desenvolvia rapidamente ao redor do mundo (ROSSERRI, ANDRADE, 2012).

Robert Monks, advogado e empresário americano, com boa experiência no mundo corporativo, percebeu que esses acontecimentos do mercado acarretaram enormes distorções na forma como as empresas eram governadas. Assim, o destino delas não era traçado por seus proprietários, mas pelos executivos interessados nos privilégios e por acionistas que buscavam apenas a maximização de valor das ações, sem se preocuparem com a performance das companhias. Isso levou Monks a se tornar um ativista no mercado, e, por meio de sua passagem pelo Department of Labor do governo americano, buscou construir uma nova América corporativa. Ele percebeu a importância de fazer dos investidores institucionais, principalmente dos fundos de pensão, enquanto proprietários das grandes corporações, os responsáveis pelo seu maior ativo, o voto nos conselhos de administração das corporações. Monks também contribuiu ao apontar a falta de transparência na gestão das companhias, exigindo maior intervenção de órgãos reguladores nos padrões vigentes no mercado (ROSENBERG, 2000).

Em seus livros, Monks enfatiza a necessidade do monitoramento das empresas por seus acionistas, em especial os institucionais. Em seu livro *Corporate Governance*, de 1995, ele desenvolveu um manual para a prática da governança corporativa contendo exemplos ocorridos nos Estados Unidos e em outros países. Em 2004, diante dos escândalos e das grandes fraudes corporativas, escreveu *Reel and Rout*, evidenciando o maior risco dos conflitos de agência: a corrupção. Dessa forma, justificou a necessidade vital de resgatar a ética corporativa. Nesse sentido, o ativismo de Robert Monks é considerado um dos marcos históricos do desenvolvimento da governança corporativa americana (ROSENBERG, 2000; ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Outro marco construtivo da governança corporativa foi o Relatório Cadbury, de 1992, que estabeleceu fundamentos eficazes para a regulamentação da governança corporativa. Esse

relatório foi desenvolvido devido à recessão britânica de 1990, causada por uma série de falências corporativas cujo fator contribuinte foi a fraqueza do controle corporativo, como também a preocupação quanto à ausência de confiança dos relatórios financeiros. O Relatório Cadbury também enfatizou a necessidade de haver conselheiros independentes na gestão das companhias, maior envolvimento dos acionistas e o estabelecimento de comitês no conselho. Além disso, foram introduzidas sanções para garantir que as empresas com ações na Bolsa de Valores de Londres cumprissem o código ou, de outra forma, fossem obrigadas a justificar quaisquer descumprimentos (AGUILERA, CAZURRA, 2004; ENRIONE, MAZZA, ZERBONI, 2006).

Os princípios estabelecidos por uma organização multilateral, a OECD, que congrega os países industrializados mais desenvolvidos do mundo, foram mais um marco histórico da governança corporativa. Esses princípios da OECD foram os de maior alcance, tanto pela abrangência dos aspectos tratados quanto por sua difusão internacional e influência (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

A OECD, desde a metade dos anos 1990, analisava as práticas de governança corporativa, entendendo-as como elos fortalecedores dos objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações. A missão da OECD foi então elaborar princípios que ajudassem os países-membros na sua avaliação e aperfeiçoamento institucional da boa governança corporativa. A partir desse trabalho, pode-se concluir que não há um modelo único de governança corporativa; as corporações precisam inovar e adaptar suas práticas de governança para se manterem competitivas, de forma que, em conjunto com órgãos reguladores, elas e os acionistas devem decidir sobre as práticas de governança a serem recomendadas e a vigorarem em cada país. Assegura-se assim a integridade do mercado e o desempenho econômico dos países, e, sempre que mudanças significativas ocorrerem nas corporações ou em seu entorno, os princípios devem ser revisados (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

No entanto, diante de toda a movimentação de muitos órgãos reguladores e internacionais quanto ao desenvolvimento de práticas e regulamentações em busca do aperfeiçoamento da boa governança corporativa nas corporações, fraudes e escândalos corporativos seguiram acontecendo no mercado, a exemplo das fraudes da Enron e da WorldCom. Estas, além de apresentarem fraudes contábeis, perderam acesso ao capital e à insolvência, o que, por sua vez, prejudicou funcionários, investidores e as comunidades às quais estavam conectadas. Diante disso, em 2002 foi sancionada nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), tornando mais severas as leis que regulavam o mercado e aumentando as

punições aos envolvidos, o que tornou lei os requisitos de governança corporativa, e não mais simples práticas. As principais normas estabelecidas pela SOX tinham valor de *compliance* – conformidade legal com o código de ética e encaminhamento de relatórios à Security Exchange Commission (SEC) –, de *accountability* – prestação de contas com auditorias compostas por membros independentes –, de *disclosure* – maior transparência – e de *fairness* – senso de justiça (LANGEVOORT, 2007; ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

### 2.3.3.5. Governança corporativa no Brasil

Seguindo as mudanças globais do século XX, no Brasil também ocorreram significativas mudanças no tocante ao ambiente político, orientação estratégica e alinhamento das empresas para com as novas condições estabelecidas (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

O Brasil passou de um Estado ditatorial, um sistema fechado de poder, a uma reorientação política de Estado de direito nos anos 1990, período a partir do qual as empresas brasileiras sofreram um importante ponto de inflexão em sua trajetória (MIRANDA, 2001). Houve a transição de um nacionalismo, calcado um modelo estratégico de autossuficiência, para um internacionalismo, baseado na inserção na nova ordem global mediante privatizações. Passou-se, portanto, de um Estado-empresário a uma abertura de espaço para o setor privado, estimulando a expansão de investimentos estrangeiros e adotando, assim, um modelo estratégico de integração (ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Esse movimento de abertura econômica no Brasil, em sintonia com as mudanças globais, impactou também os movimentos de capitais nacionais e estrangeiros diretos para o país, a partir da estabilização econômica (por volta de 1994) que estava sendo alcançada, da ampliação de mercado causada pelas privatizações e da estratégia nacional alinhada às mudanças dos centros econômicos mundiais (MIRANDA, 2001; ROSSETTI, ANDRADE, 2012).

Diante desse ambiente, em 1995 um grupo de colaboradores que acreditava que as empresas desse período deveriam buscar o equilíbrio na gestão, frente às mudanças que estavam ocorrendo no Brasil e frente às tendências mundiais de transformação, organizou uma entidade voltada para a gestão das empresas, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 foi rebatizado, recebendo o nome de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

A partir de 1998 o tema da governança corporativa ganhou maior força no Brasil. O cenário do período era de diversos conflitos entre controladores e minoritários, que giravam em

torno de operações de fechamento de capital e de alienação de blocos de controle. Muitos desses problemas resultaram da alteração na Lei das Sociedades por Ações, em 1997, particularmente por causa da retirada de um dos principais mecanismos de proteção legal concedidos aos acionistas ordinários (ON) minoritários diante de operações de venda do controle da sociedade, o direito de *tag along*. Segundo esse direito, quando da venda do controle da empresa, o novo controlador é obrigado a oferecer aos minoritários pelo menos 80% do valor pago para a compra de ações do bloco de controle. No mesmo período também ocorreu maior participação dos fundos de investimento, com um foco de atuação mais ativa nas empresas investidas e com um papel fundamental no desenvolvimento dos debates sobre governança corporativa no Brasil e na mudança das práticas em diversas companhias. Em 1999 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa lança seu primeiro Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa e, em 2000, o tema alcança maior dimensão, quando a Bovespa (atual B3) lança os segmentos especiais de listagem: Nível 1 (reforço quanto a aspectos de transparência), Nível 2 (exigências maiores quanto ao grau de proteção para com os investidores minoritários) e Novo Mercado (mais elevado padrão de governança corporativa, no qual as empresas listadas emitem exclusivamente ações com direito a voto, as ações ordinárias), com a finalidade de segmentar as empresas em função de seu nível de adesão às práticas de governança, refletindo maior transparência e credibilidade para o mercado e aumentando o grau de segurança oferecida aos investidores, conforme algumas regras expostas na Tabela 1 (BORGES e SERRÃO, 2005; SILVEIRA, 2010).

<b>TABELA 1: Segmentos de listagem e algumas exigências</b>	
<b>NÍVEL 1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Free-float</i>: mínimo de 25% do capital em circulação;</li> <li>• Divulgação de informações além das exigidas por lei;</li> <li>• Dispersão do capital, diluição das ações;</li> <li>• Não deve haver partes beneficiárias;</li> <li>• <i>Disclosure</i>: transparência, cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações dos ativos;</li> <li>• Nos prospectos de ofertas públicas, divulgar informações abrangendo descrição do negócio, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios, dentre outros elementos;</li> <li>• Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional;</li> <li>• Divulgação dos acordos de acionistas, a fim de transparecer as regras de relacionamento entre controladores;</li> <li>• <i>Stock options</i>: divulgação dos programas de aquisições de ações da empresa destinados aos administradores;</li> <li>• Divulgação dos nomes das companhias que sofrerem sanções pela BM&amp;FBovespa;</li> <li>• Adoção obrigatória da Câmara de Arbitragem do mercado.</li> </ul>

<b>NÍVEL 2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Todos compromissos assumidos para a listagem no mercado Nível 1;</li> <li>• <i>Tag along</i>: quando há venda do controle acionário, deverá ocorrer a extensão da oferta de compra para todos acionistas detentores de ações ordinárias;</li> <li>• Direito à voto aos detentores de ações preferenciais para métricas de alta relevância corporativa, como fusões e incorporações, dentre outras;</li> <li>• Conselho de administração constituído por no mínimo cinco membros com mandatos de dois anos.</li> </ul>
<b>NOVO MERCADO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Todos os compromissos assumidos para listagem no mercado Nível 2;</li> <li>• Apenas ações ordinárias, tendo todos acionistas direito ao voto.</li> </ul>

Fonte: Elaborada pela autora com base em Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2006) e Rossetti e Andrade (2012).

As regras do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa representam um valioso conjunto de parâmetros fortalecedores do mercado de capitais. Seus padrões permitem ao investidor verificar a transparência e a qualidade da governança das companhias. Nesses níveis, as regras das boas práticas de governança corporativa são mais rígidas do que as vigentes na legislação brasileira (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2006).

### **2.3.3.6. Governança corporativa e agronegócio: sustentabilidade para o crescimento econômico**

O Brasil é considerado um dos principais *players* globais do agronegócio. O setor se depara com a responsabilidade de contribuir para suprir a demanda mundial por alimentos e derivados das cadeias produtivas agrícolas. Nosso agronegócio e seus empresários estão expostos a um mercado que tem se tornado cada vez mais competitivo, inovador e tecnológico, ao mesmo tempo que se depara com desafios e riscos inerentes ao próprio negócio. Sendo assim, o agronegócio necessita de aprimoramento e profissionalização no que tange à gestão das empresas, solidificando suas estruturas e criando estratégias para lidar com os riscos e incertezas, o que consequentemente diminuirá esses impactos sobre os negócios e aumentará sua rentabilidade, gerando um amadurecimento crescente e sustentável em suas relações para com a economia e a sociedade, dado que não é somente a excelência produtiva que se faz necessária para a prosperidade dos negócios (MACHADO & PEREIRA, 2020).

Um exemplo quanto à excelência na produtividade não ser o único fator que leva ao sucesso dos negócios é observado em um dos princípios que formam a base da governança corporativa, a transparência. A segurança alimentar é um fator decisivo para promover a atividade agrícola, tanto internamente quanto em relação às exigências do comércio internacional, no qual a segurança de alimentos deve ser tecnicamente justificada e estar em conformidade com o princípio da análise de risco estabelecido nos acordos internacionais. É nesse ponto que surge a transparência, que se apresenta no agronegócio por meio da rastreabilidade e dos processos de certificação de produtos, que podem ser considerados a base para a implantação de um programa de qualidade em toda a cadeia, sendo um instrumento essencial de gestão de risco (CONCEIÇÃO & BARROS, 2005). Especialmente nos países em desenvolvimento, os consumidores buscam maiores informações relacionadas aos produtos agrícolas nos supermercados. Essas informações são relacionadas a partir das formas de cultivo, comercialização, distribuição, transporte e processamento dos alimentos consumidos (JOSHI, SINGH, SHARMA, 2020).

Assim, com o entrelaçamento dos elos das cadeias produtivas, as organizações criam valor, que é repassado à sociedade como um todo, bem como às próprias partes interessadas no negócio. Quando o setor se desenvolve e busca no mercado formas de fomentar seu crescimento, os princípios de governança são um fator preponderante na atração de investimentos que contribuirão para a criação de valor sustentável e geração de riqueza. Portanto, para evitar uma gestão deficiente, erros estratégicos, fraudes corporativas, abuso de poder e custos extorsivos de agência nas organizações e em toda ligação da cadeia produtiva, a governança é um relevante valor corporativo e social, promovendo a confiança em toda a cadeia de negócios, tanto no comércio nacional quanto no internacional, no qual um dos diversos resultados proporcionados pela evolução dos mercados pode ser visto no amplo envolvimento da sociedade, por meio do mercado de capitais, no processo de expansão da economia (ROSSETTI & ANDRADE, 2012).

Atualmente o setor do agronegócio dá um grande passo no mercado de capitais brasileiro, de forma a proporcionar ao setor o desenvolvimento de uma governança corporativa mais presente em toda a cadeia produtiva. Em março de 2021 o Governo Brasileiro sancionou a Lei nº 14.130, que dá origem aos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro). Mediante a Resolução 39, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) dispõe de forma experimental e temporária seu funcionamento no mercado brasileiro, enquadrando o Fiagro em estruturas já existentes: fundos imobiliários, fundos de investimento em participações e fundos de investimento em direitos creditórios, proporcionando aos

investidores brasileiros e estrangeiros maior diversificação e investimentos no setor agrícola brasileiro (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2021; PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2021).

#### 2.4. INVESTIMENTOS SOCIALMENTE RESPONSÁVEIS: AMPLIAÇÃO DE SEU ESCOPO

Conforme o exposto, as formas de financiamento sustentável têm apresentado um rápido crescimento, à medida que um número crescente de investidores institucionais, não institucionais e fundos de investimentos passou a incorporar diferentes abordagens das análises de investimentos (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020).

Diante dos desafios das rápidas transformações no mundo dos negócios e a partir da responsabilidade social corporativa e da sustentabilidade com as quais o mundo dos negócios foi se deparando ao longo do tempo, o Pacto Global da ONU, juntamente com diversas instituições financeiras, lançou em 2000 o relatório *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, fornecendo diretrizes com o objetivo de promover o crescimento sustentável no ambiente de negócios. Esse documento destaca o papel essencial do setor financeiro como articulador e facilitador de práticas ambientais, sociais e de governança, de modo que os negócios possam ser parte da solução para esses desafios da globalização (THE GLOBAL COMPACT, 2000).

Assim, os Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) evoluíram para uma metodologia mais ampla, com práticas associadas aos investimentos ambientais, sociais e de governança, ou, como conhecido em nosso mercado, *Environmental, Social and Governance* (ESG) (THE GLOBAL COMPACT, 2000).

A filosofia anteriormente utilizada por meio de uma triagem excludente e com certo julgamento de valor, que modelava as decisões de investimento, estimula atualmente, por meio das práticas ESG, a mudança em todo o ecossistema financeiro, reduzindo riscos, impulsionado a busca por melhor valor financeiro consciente e sustentável no longo prazo, integrando e atendendo às expectativas de seus *stakeholders* e gerando maior alinhamento com valores e propósitos (THE GLOBAL COMPACT, 2000; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020).

Sob uma visão tradicional, a maximização da riqueza dos acionistas é o objetivo final de uma empresa. No entanto, ao observar o entorno de sua cadeia de valor, a partir da



perspectiva das partes interessadas, existem muitas outras partes que também estão envolvidas no contexto de negócio de uma empresa, como funcionários, fornecedores, clientes, comunidade, bancos e agentes reguladores, dentre outros *stakeholders* (LI, GONG, ZHANG & KOH, 2018).

Diante disso, nas últimas décadas a sustentabilidade e o desenvolvimento sustentável vêm sendo abordados com grande atenção no mundo, nos negócios e, em especial, no mercado de capitais, de forma que, para superar a desaceleração da situação econômica, as estratégias sustentáveis são fundamentais para lidar com o processo de mudança e recuperar a confiança no mercado. No que diz respeito às práticas ESG como comportamento de redução desses riscos, há estudos destacando que as empresas que adotam um posicionamento ESG têm menor risco em termos de custo médio ponderado de capital, gerando retornos sustentáveis de investimento, e até mesmo superando concorrentes quanto ao desempenho financeiro e de mercado (IOANNOU & SERAFEIM, 2014; STELLNER, KLEIN & ZWERGEL, 2015).

A ação conjunta das empresas, organizações internacionais e reguladores financeiros para formar uma base sólida em busca de práticas éticas, melhorando o comportamento e o desempenho corporativo, está sendo executada por iniciativas como a de uma Bolsa de Valores Sustentável (*Sustainable Stock Exchanges – SSE*), explorando a forma como as bolsas de valores, em colaboração com investidores, reguladores e empresas, podem aumentar a transparência corporativa em ESG (LI, GONG, ZHANG & KOH, 2018). Dentre as bolsas parceiras da SSE (*Sustainable Stock Exchanges*) está a BM&FBOVESPA (atual B3), que faz parte desse grupo desde 2012, assumindo um compromisso público com a sustentabilidade em seu mercado (PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, 2015).

A adoção e o desenvolvimento desses posicionamentos do mercado têm como base princípios universais definidos pelo Pacto Global em 2000, visando que empresas alinhem suas estratégias e operações nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anticorrupção por meio de ações que contribuam para enfrentar os desafios da sociedade atual (PACTO GLOBAL, 2019).

Conforme o Pacto Global (2019), esses princípios formadores da base de práticas ESG consistem em:

- Respeitar e apoiar os direitos humanos;
- Assegurar a não participação da empresa em violações dos direitos humanos;
- Apoiar a liberdade de associação e reconhecer o direito à negociação coletiva;
- Eliminar as formas de trabalho forçado ou compulsório;
- Erradicar o trabalho infantil que possa estar ocorrendo na cadeia produtiva;

- Estimular práticas que eliminem a discriminação no ambiente de trabalho;
- Assumir práticas de forma preventiva, responsável e proativa em relação aos desafios ambientais;
- Desenvolver iniciativas e práticas fomentando a responsabilidade socioambiental;
- Incentivar o desenvolvimento e a difusão de tecnologias destinadas à preservação ambiental;
- Combater a corrupção em todas as suas formas.

Assumindo esses princípios, as organizações também assumem a responsabilidade de contribuir para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), propostos pela ONU em 2015 aos seus países-membros na busca por estabelecer uma agenda de desenvolvimento sustentável para os próximos 15 anos, a Agenda 2030 (PACTO GLOBAL, 2019).

#### **2.4.1. Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)**

Crescimento econômico sustentado, inclusivo e sustentável é essencial para a prosperidade, o que será alcançado por meio da robustez na construção dos fundamentos econômicos em todos os países, mediante a ação coletiva de governos, organizações internacionais, setor empresarial e sociedade (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, 2015).

A Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento da ONU, em 1986, em sua publicação *Nosso futuro comum*, oficialmente conceitua “desenvolvimento sustentável” ao estabelecer que, para garantir a sustentabilidade no mundo, as necessidades das gerações atuais devem ser alcançadas sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazerem as suas próprias necessidades. Essa conceitualização foi desenvolvida com o passar dos anos e, diante dos impactos da globalização ao redor do mundo, foi ampliada ao integrar as dimensões ambientais, sociais e econômicas. Impulsionada pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), a ONU prevê um plano de ações, denominado Agenda 2030, para atingir metas sustentáveis até 2030, enfatizando paralelamente os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa que compõem a base da governança corporativa. Sendo assim, questões ambientais, sociais e de governança passam a ser importantes variáveis a serem inseridas nas decisões corporativas, na avaliação de projetos de investimento, estratégias financeiras e de negócios das empresas, que também

devem estar na estratégia e nos processos de decisão, sendo um dever não só do conselho e da gestão, mas também de todas as diversas áreas das organizações (ZYLBERMAN, 2019).

A agenda mundial desenvolvida pela ONU (2015) visa construir e implementar políticas públicas que guiem a humanidade até 2030 com base em 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), sendo eles:

1. Erradicar a pobreza em todas as suas formas, em todos os lugares;
2. Acabar com a fome, alcançar a segurança alimentar e a melhoria da nutrição, promovendo a agricultura sustentável;
3. Assegurar uma vida saudável e promover o bem-estar para todos, em todas as idades;
4. Assegurar a educação inclusiva e equitativa de qualidade, promovendo oportunidades de aprendizagem;
5. Alcançar a igualdade de gênero e promover o poder de mulheres e meninas;
6. Assegurar a disponibilidade e gestão sustentável da água e do saneamento a todos;
7. Assegurar o acesso confiável, sustentável, moderno e a preço acessível à energia;
8. Promover o crescimento econômico sustentado, inclusivo e sustentável, emprego pleno e produtivo e trabalho decente;
9. Construir infraestruturas resilientes, promover a industrialização inclusiva e sustentável e fomentar a inovação;
10. Reduzir a desigualdade dentro dos países e entre países;
11. Tornar as cidades e os assentamentos humanos inclusivos, seguros, resilientes e sustentáveis;
12. Assegurar padrões de produção e de consumo sustentáveis;
13. Tomar medidas para combater a mudança do clima e os seus impactos;
14. Conservar e usar sustentavelmente os oceanos, os mares e os recursos marinhos para o desenvolvimento sustentável;
15. Proteger, recuperar e promover o uso sustentável dos ecossistemas terrestres, gerir de forma sustentável as florestas, combater a desertificação, evitar e reverter a degradação da terra, como também impedir a perda de biodiversidade;
16. Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável, proporcionar o acesso à justiça para todos e construir instituições eficazes, responsáveis e inclusivas em todos os níveis;
17. Fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável.

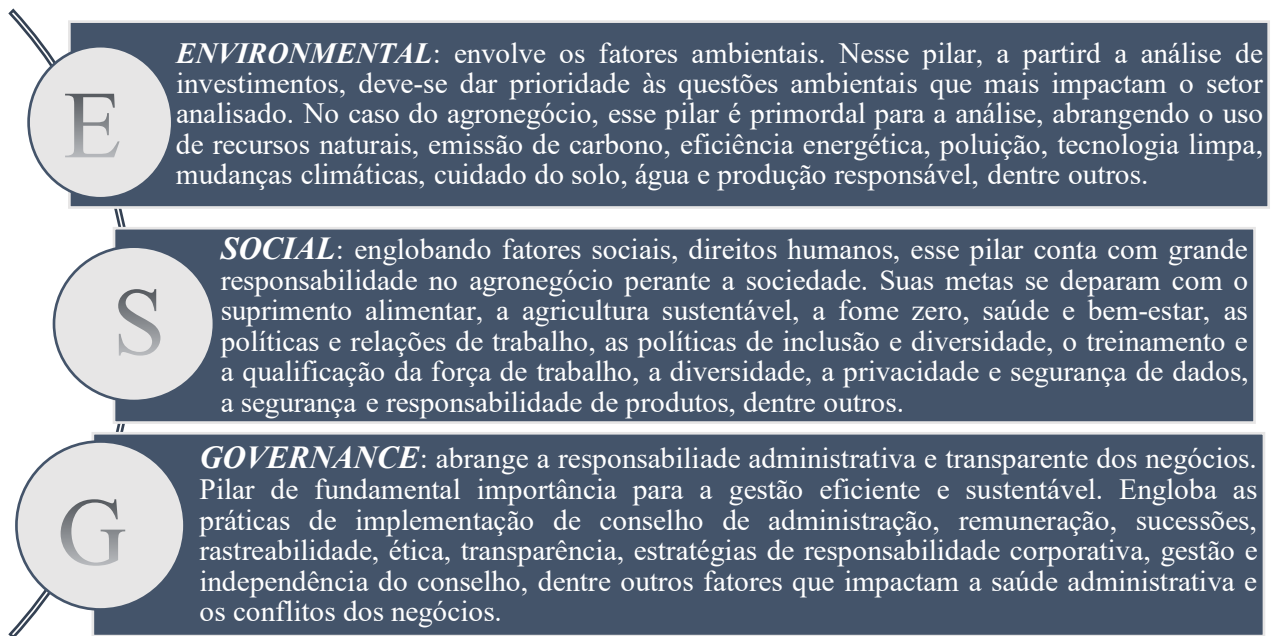
A partir desses objetivos, as nações-membro da ONU, incluindo o Brasil, ratificam o compromisso de implementar ações para transformar o mundo e as organizações em um ambiente consciente e responsável quanto a seu papel perante o meio ambiente, a economia e a sociedade até 2030 (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, 2015).

#### **2.4.2 Pilares ESG e filtros de investimento**

Como já observado nas origens dos investimentos responsáveis, investidores há alguns anos vêm reconhecendo que fatores envolvendo ambiente, sociedade e governança (ESG) são medidas importantes para a avaliação da empresa, gestão de risco, conformidade regulatória, transparência e responsabilidade perante seus *stakeholders*, fatores que são variáveis fortalecedoras quanto à sustentabilidade de longo prazo de uma companhia.

Sob a perspectiva da empresa, inserir questões ESG em seu negócio abre oportunidades de desenvolvimento de novos negócios incorporando inovação de processos e produtos, acesso a novos mercados e aprimoramento do relacionamento com clientes de diferentes segmentos, além de contribuir para a gestão de riscos e para a perenidade das atividades da empresa (ANBIMA, 2020).

Os investimentos que incorporam esses princípios buscando alcançar um sistema financeiro global mais sustentável consideram uma ampla gama de questões quanto a cada pilar – ambiental, social e de governança –, conforme demonstra a Figura 1, além de uma análise diferente para cada setor, conferindo pesos diferentes aos diferentes pilares (ANBIMA, 2020).



**Figura 1: Pilares e fatores ESG.**

Fonte: Elaborada pela autora com base em Organização das Nações Unidas (2015).

A partir dessa avaliação inicial baseada nos pilares ESG, há uma metodologia complementar que pode ser utilizada na estratégia de análise para a tomada de decisões dos ativos a serem ou não investidos. A estratégia consiste em alguns filtros como:

- **Negative screening:** consiste em um filtro que exclui investimentos em setores, empresas ou projetos que não se alinham aos princípios éticos de ESG (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020);
- **Engagement investment companies:** ativismo acionário; corresponde ao relacionamento ativo da gestora para com as empresas investidas, auxiliando no processo de desenvolvimento e cobrança quanto à implementação ou melhorias nas práticas de ESG das empresas investidas (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020).
- **Best-in-class:** abordagem de investimento que seleciona empresas que são líderes na implementação de ESG, ou seja, são selecionados critérios ESG para a avaliação de um determinado ativo e então são definidos os melhores de cada setor para alocar os investimentos (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020);
- **Impact investing:** estratégia direcionada para a resolução de problemas sociais ou ambientais, tentando mensurar os impactos do investimento na sociedade e no meio

ambiente (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020);

– **Integração ESG:** de forma a antever possíveis impactos da empresa, essa estratégia consiste em integrar os fatores ambientais, sociais e de governança na análise financeira da empresa ou de seus projetos, mitigando riscos (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2020).

Dessa forma, os filtros auxiliam a estratégia de análise e tomada de decisões na seleção das empresas a serem investidas pelas gestoras.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção serão descritos os procedimentos metodológicos realizados para analisar como os fundos de investimento estão alocando o setor do agronegócio em seus portfólios de investimentos a partir dos princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG).

#### 3.1. TIPO DE PESQUISA

A abordagem desta pesquisa caracteriza-se por ser qualitativa, com uma estratégia de pesquisa de estudo de múltiplos casos.

A escolha pelo estudo de caso se deve às três gestoras escolhidas para análise estarem em fases diferentes de produtos. Uma tem sua posição de alocação no setor do agronegócio em uma pequena porcentagem e as demais tem como foco de investimento um mesmo ativo, que é o arrendamento de terras. Porém, a implementação dos produtos se apresenta em fases diferentes. Dessa forma, este estudo buscou explorar fundos de investimentos com desenvolvimentos de produtos que se baseiam no financiamento direto das terras dos produtores, indo além do simples portfólio de ações.

Pelo fato de serem produtos ainda recentes no mercado de capitais, com curto prazo no mercado, a abordagem qualitativa de estudo de caso permite, conforme Yin (2001), investigar um fenômeno contemporâneo dentro do contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente delimitados. No caso deste estudo, os produtos e as questões ESG no agronegócio ainda estão sendo definidas pelo mercado, e há um caminho a ser percorrido para seu delineamento mais completo. Reforçando a utilização do estudo de caso nesta pesquisa, Yin (2001) ressalta que uma das características desse tipo de

estudo é o uso de “como” ou “por que” na questão de pesquisa, que se adequam melhor aos estudos de caso.

O enfoque qualitativo é recomendado pois busca-se compreender a perspectiva dos participantes (indivíduos ou grupos de pessoas pesquisados) sobre os fenômenos que os rodeiam, aprofundar suas experiências, pontos de vista, opiniões e significados, isto é, a forma como os participantes percebem subjetivamente sua realidade (HERNÁNDEZ, COLLADO, LUCIO, 2013). Este foi o caminho realizado nesta pesquisa, por meio de entrevistas com um roteiro pré-desenhado, mas que seguiram de forma aberta ao dar a liberdade aos entrevistados para exporem o processo de desenvolvimento de produto, a prática de gerir e fiscalizar as áreas e o processo de delineamento quanto às questões ESG.

No entanto, esse tipo de estudo apresenta algumas limitações. Por exemplo, não promove uma descrição precisa das características de uma população ou não consegue mensurar o nível de correlação entre variáveis ou hipóteses causais (GIL, 2002).

O estudo de caso representa uma investigação empírica e compreende um método abrangente, com a lógica do planejamento, da coleta e da análise de dados, e pode incluir tanto estudos de caso único quanto de múltiplos casos (YIN, 2015). A segunda opção foi escolhida no caso deste estudo.

Segundo Gil (2002), esse tipo de estudo não aceita um roteiro rígido para sua delimitação, mas é possível definir fases que mostram o seu delineamento: a) formulação do problema; b) delimitação da unidade-caso (delimitar a unidade que constitui o caso, o que exige habilidades do pesquisador para perceber quais dados são suficientes para chegar à compreensão do objeto como um todo), como também o número de casos a serem considerados para o estudo; c) elaboração do protocolo (constitui no documento que não apenas contém o instrumento de coleta de dados, mas também define a conduta a ser adotada para sua aplicação); d) coleta de dados; e) seleção, análise e interpretação dos dados; e f) elaboração do relatório (VENTURA, 2007; GIL, 2002).

Neste trabalho, o problema consiste em analisar como os fundos de investimentos estão inserindo o agronegócio em seus portfólios de investimentos perante as questões ESG. Os casos foram delimitados em três gestoras brasileiras, uma com ações em seu portfólio e as demais com investimento focado no financiamento de terras agrícolas, ou seja, fundo imobiliário de arrendamento de terras. O protocolo para coleta de dados tem um roteiro de perguntas pré-definido, mas não se restringiu apenas a elas, de maneira que o entrevistado, de forma aberta, teve a liberdade de expor pontos e experiências de relevância, como também sua opinião em alguns momentos. A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas on-line e análise de

documentos disponíveis no *website* de cada gestora. Posteriormente à coleta, foram transcritas as entrevistas gravadas, exceto uma (o entrevistado não permitiu a gravação), analisadas e interpretadas em cada caso explorado. Por fim, após o processo de análise foram descritos os casos.

A finalidade desta pesquisa é exploratória, procurando elaborar proposições que possam ser relevantes a estudos futuros da temática abordada. Segundo Yin (2001), o estudo de caso não tem a necessidade de uma interpretação completa ou acurada sobre o problema. Em vez disso, seu propósito é estabelecer uma estrutura de discussão e debate, com dados empíricos (YIN, 2001). Como já ressaltado anteriormente, tendo em vista a dimensão do tempo que os casos deste trabalho expõem, este estudo realiza um corte transversal, que é realizado uma vez e representa uma fotografia de determinado momento. Nesse caso, trata-se do momento atual de novas alternativas de financiamento para o setor do agronegócio, pelos fundos aqui analisados, não obtendo resultados tão consistentes, de corte longitudinal, que exige um período maior de análise (COOPER, SCHINDLER, 2016).

### 3.2. MÉTODO DE PESQUISA

Conforme mencionado na seção anterior, a estratégia desta pesquisa foi a adoção da análise de estudo de casos múltiplos, exploratória e descritiva, realizando uma investigação empírica de um fenômeno contemporâneo de um contexto real (YIN, 2001), entre novas formas de financiamento ao agronegócio no mercado de capitais brasileiro, possibilitando uma visão holística do processo inicial de inserção do setor no mercado e dos desafios que ainda se fazem presentes diante dos avanços dos princípios ESG.

Segundo Gil (2017), a pesquisa exploratória tem como objetivo proporcionar maior finalidade com o problema, tornando-o explícito ou construindo hipóteses, permitindo, por meio desse caminho, aprimorar ideias ou descobrir intuições. A pesquisa descritiva, por sua vez, tem o objetivo de descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou o estabelecer relações entre variáveis, junto com o levantamento de opiniões (GIL, 2017).

Atribuindo maior credibilidade ao estudo, os participantes foram escolhidos conforme sua responsabilidade nas gestoras, além de seu conhecimento do tema. Os entrevistados foram os gestores e os profissionais responsáveis pelo desenvolvimento da área de sustentabilidade das empresas, cuja maioria tem grande experiência também no agronegócio. Dessa forma, conforme ressalta Gil (2017) quanto à credibilidade dos estudos de caso, é importante garantir



que haja participantes-chave na pesquisa, e que eles estejam aptos a repassar informações relevantes ao estudo.

### 3.3. UNIDADE DE ANÁLISE

A unidade de análise, segundo Yin (2010), consiste em definir o “caso” a ser estudado. O caso pode ser algum evento ou entidade, como também um único indivíduo.

Neste trabalho, a definição geral do caso a ser estudado são os investimentos com base em princípios ESG.

Após a definição do caso, é importante delimitá-lo, o que ajudará a determinar o escopo da coleta de dados. Logo, na delimitação, o caso desejado deve ser algum fenômeno da vida real que tenha alguma manifestação concreta (YIN, 2010).

A delimitação do estudo de caso desta dissertação, ao incorporar um fenômeno real do mercado brasileiro, foi feita inserindo as gestoras que têm o agronegócio como forma de investimento. Assim, na delimitação final, a unidade de análise abrange como algumas gestoras estão inserindo o agronegócio em seu portfólio de investimento seguindo princípios ESG.

### 3.4. CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DOS CASOS

Conforme Carneiro (2018), um caso é definido por um recorte da realidade, podendo ser um indivíduo ou um conjunto de características que o tornarão um caso a pesquisar.

Dessa forma, nesta pesquisa, entende-se que o agronegócio é um setor fundamental na sociedade e na economia, exercendo grande impacto sobre questões ambientais e sociais. Nessas condições, seu desenvolvimento e crescimento no ambiente de negócios é de fundamental importância, tendo o mercado de capitais como um aliado e grande estimulador de seu fomento sustentável.

Na conjuntura atual do setor e do mercado de capitais, as formas de financiamento estão sendo transformadas e, diante disso, a iniciativa de duas das três gestoras escolhidas insere o agronegócio em seus fundos de forma exclusiva e investindo em um ativo de relevante importância: a terra. Nesse ponto, o debate internacional sobre responsabilidade das empresas apresenta inúmeras cobranças e críticas ao crescimento do setor agrícola brasileiro, com esses fundos buscando demonstrar, por meio de princípios ESG, que o crescimento do agronegócio pode ocorrer de forma sustentável.

A terceira gestora foi escolhida devido a seu ativismo no mercado de capitais brasileiro quanto à sustentabilidade, contando com posição em ações. Assim, os três casos apresentam diferentes momentos da realidade que o agronegócio brasileiro está vivendo atualmente: a necessidade de sua expansão e a responsabilidade para com práticas sustentáveis e transparentes.

Portanto, a seleção dos casos buscou apresentar uma gestora muito ativa quanto a práticas de sustentabilidade, mesmo com posicionamento pequeno no agronegócio, e as demais por estarem trabalhando com o ativo arrendamento de terras em seus fundos, porém em momentos diferentes. Uma delas já está aberta no mercado, com duas emissões já realizadas, e a outra encontra-se no processo de desenvolvimento de seu fundo, cuja abertura ao mercado será realizada mediante a liberação experimental dos produtos sancionados em 2021 pelo governo brasileiro por meio do Fiagro. Quanto ao acesso aos entrevistados, eles foram abertos e flexíveis às entrevistas e ao repasse de alguns documentos, muitos dos quais, por lei, são de acesso público.

### 3.5. COLETA DE DADOS

As fontes de dados em uma abordagem qualitativa podem ser dados primários (entrevistas) ou secundários (documentos) (YIN, 2010).

Neste trabalho foram utilizadas ambas as fontes de dados: primários, a partir de entrevistas, e secundários, com o acesso a documentos disponíveis no *website* das gestoras. Por se tratar de empresas que têm produtos listados na bolsa de valores, muitos documentos devem ser disponibilizados e atualizados.

As entrevistas foram pré-estruturadas, orientadas por roteiro para a obtenção de dados referentes a uma abordagem específica e, em vista de este ser um estudo de múltiplos casos, houve uma entrevista-teste antes da aplicação das demais, conforme recomenda Yin (2010).

Foram realizadas cinco entrevistas por chamadas de vídeo, por intermédio da plataforma Zoom, gravadas, com exceção de um entrevistado que não permitiu a gravação. Posteriormente, as entrevistas foram transcritas.

Os entrevistados foram:

– FAMA INVESTIMENTOS: entrevista com um dos gestores fundadores, formado em administração de empresas, responsável pela gestão do fundo de ações com foco em ESG. Também foi possível entrevistar um analista de ações com formação em

engenharia administrativa, com mestrado em ciências em sustentabilidade corporativa e gestão ambiental.

– RIZA ASSET: entrevista com o gestor responsável pelo núcleo de agronegócios da gestora, formado em engenharia de produção, com larga experiência na cadeia do agronegócio, cuja atuação abrange empresas, setor bancário, no qual era responsável pela originação de ativos de crédito e derivativos para os grandes *players* do mercado sucroalcooleiro, revendas agrícolas e produtores rurais em todo o território nacional.

– SANTA FÉ INVESTIMENTOS: entrevista com um dos estrategistas da gestora, responsável pelas equipes de *research*, pesquisa macro, modelagem e estratégias de portfólio. Formado em engenharia mecânica, tem especialização em derivativos, risco e *valuation* de empresas. A segunda pessoa entrevistada na gestora tem grande experiência no quesito sustentabilidade e ESG, é a CSO (*Chief Sustainability Officer*) da Santa Fé Investimentos, formada em medicina veterinária, com pós-graduação em ciências ambientais com foco em economia institucional e desenvolvimento da fronteira agrícola na Amazônia.

### 3.6. TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS

A análise de dados foi construída a partir de um alinhamento entre o referencial teórico, com a análise de conteúdo das entrevistas pré-estruturadas, complementada pela análise de documentos disponibilizados. As entrevistas foram gravadas, com exceção de uma, ouvidas novamente, transcritas, lidas e relidas para a coleta de informações.

A técnica de análise de conteúdo utilizada neste trabalho seguiu as fases definidas por Bardin (2011), que consistem em três fases:

1. Pré-análise: corresponde à fase de organização dos documentos. Segundo Bardin (2011), essa fase corresponde a uma leitura fluida, ou seja, um primeiro contato com os documentos que serão submetidos à análise e à escolha deles (BARDIN, 2011). Neste estudo, foram realizadas as entrevistas, transcritas, lidas de forma fluida primeiramente e, posteriormente, relidas a fim de obter os dados relevantes para compor o corpo da pesquisa, além da escolha dos documentos secundários de forma a demarcar e separar o que seria analisado.
2. Exploração do material: corresponde à etapa mais longa da pesquisa. É a efetividade das decisões tomadas na pré-análise. Segundo Bardin (2011), nessa fase ocorre a definição de categorias, identificação das unidades de registro e das

unidades de contexto nos documentos. Logo, consiste em codificar – ou seja, por meio da identificação de um recorte e agregação de informações expressa-se o conteúdo –, além de categorizar os dados, quando os dados brutos são transformados de forma organizada e agregada em seções, que permitem uma descrição organizada das características pertinentes à temática abordada.

3. Tratamento dos resultados, inferência e interpretação: fase em que o pesquisador torna os dados brutos significativos e válidos. Ocorre quando os dados são condensados e se destacam as informações relevantes obtidas na exploração dos materiais para análise, culminando nas interpretações inferenciais. Fase em que são realizadas as interpretações conclusivas, reflexivas e críticas, pois, conforme Bardin (2011), a riqueza das análises não reside na descrição dos conteúdos, e sim no que estes poderão nos ensinar após serem tratados (BARDIN, 2011).

### 3.7. FRAMEWORK METODOLÓGICO

Para maior rigor científico, a aplicação do estudo de caso pode ser organizada em quatro etapas (LUKOSEVICIUS, GUIMARÃES, 2018):

- (1) desenho do estudo de caso;
- (2) condução do estudo de caso;
- (3) análise das evidências do estudo de caso;
- (4) escrita do estudo de caso.

ETAPA FINAL	ETAPAS INTERMEDIÁRIAS		APLICAÇÃO À DISSERTAÇÃO
	I	II	
<b>Desenho do estudo de caso</b>	Adequação do método	Tipo de questão: contém “como”, “por que” ou “o que”?	Esta pesquisa está voltada ao tipo de questão “como”.
	Propósito do estudo de caso	Descritivo, explanatório ou exploratório?	A pesquisa é descritiva, pois visa descrever as características das gestoras, e exploratória, pois amplia o conhecimento das formas pelas quais o agronegócio está sendo inserido no portfólio das gestoras.
		Qualitativa ou quantitativa?	Abordagem qualitativa, a fim de obter a visão, percepção e opinião dos entrevistados.
		Critérios de avaliação.	Descritos no item 3.4.
		Quantidade de casos.	Casos múltiplos com três gestoras escolhidas e cinco entrevistados.

	Tipo de Caso	O fenômeno é contemporâneo?	Sim. O agronegócio está no debate internacional das questões de sustentabilidade e suprimento alimentar. Além disso, no mercado de capitais atualmente no Brasil, sua inserção está ocorrendo por novas formas de financiamento e por meio do sancionamento de leis visando o fomento do setor.
<b>Condução do estudo de caso</b>	Coleta de dados	Fontes de dados utilizadas.	Dados primários obtidos por meio de entrevistas (transcrição e gravação) e secundários colhidos a partir da consulta de documentos disponíveis no <i>website</i> das gestoras e de alguns repassados pelos próprios entrevistados.
Análise das evidências do estudo de caso	Análise de dados.	Qual modelo e procedimento adotados para análise dos dados?	Como descrito no item 3.6, o procedimento para análise seguiu o modelo de Bardin (2011).
Escrita do estudo de caso	Adequação do texto.	O texto foi submetido a críticas de outro pesquisador?	Sim, foi submetido à revisão e crítica do orientador da mestranda.
		Foram estabelecidas opções de anonimato?	Os entrevistados não foram identificados no estudo.
	Retórica do texto.	Coerência do texto.	O texto foi escrito com a intenção de contextualizar todo o problema e suas origens, de forma a ser claro e coerente aos leitores.
		Acessibilidade do entendimento do texto a não pesquisadores.	O trabalho foi escrito de forma a ser acessível à compreensão de pesquisadores e não pesquisadores.

**Tabela 2: Framework metodológico da dissertação.**

Fonte: Adaptado de Lukosevicius e Guimarães (2018).

#### 4. ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS CASOS

Nesta seção será realizada a exposição dos três casos, iniciando com uma apresentação das gestoras. No transcorrer da análise será apresentada também uma visão geral dos produtos que compõem seus portfólios. Posteriormente, será enfatizada sua estratégia de investimento

no setor do agronegócio e seus posicionamentos perante os princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG) quanto à análise das alocações e gestão.

#### 4.1. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS CASOS

##### 4.1.1. FAMA Investimentos

Dois jovens de 20 anos e U\$ 10 mil dólares. Esse foi o início de uma das gestoras que hoje é referência em investimentos com práticas ESG.

Fundada em 1993 por Fábio Alperowitch e Maurício Levi, a FAMA Investimentos iniciou no mercado financeiro brasileiro com investimentos em *small caps* (pequenas empresas), com abordagem de valor no longo prazo. O racional estratégico de investimento nas *small caps* se justificava por ser um nicho pouco explorado pelas demais gestoras da época. Além disso, dado que o acesso às informações de grandes empresas era mais difícil, nas *small caps* o *management* era mais acessível à coleta de informações relevantes para as análises de investimentos. Em 1998, já com bons resultados nos investimentos e uma experiência maior, a gestora replicou o processo de investimentos, estratégia, filosofia de gestão e abordagem de valor no longo prazo para as *mid caps* (médias empresas).

À medida que a gestora foi crescendo, os investimentos passaram a ter um foco maior em empresas médias e grandes, não abrangendo as gigantes do mercado, nem empresas ilíquidas. Em 2005, um passo maior foi dado com o fundo *offshore*, no qual a FAMA investimentos passou a receber grandes investidores estrangeiros.

O engajamento da gestora quanto a investimentos que realmente seguem o critério de responsabilidade e sustentabilidade, com práticas ESG, é reconhecido pelo mercado e por investidores, fazendo parte da tomada de decisões de investimentos desde o início da gestora. Em 2007 a empresa realizou uma importante captação, seu primeiro fundo exclusivo de *Endowment Fund* (fundos filantrópicos, um instrumento em prol da sustentabilidade financeira de longo prazo de instituições sem fins lucrativos). Até então, a FAMA investimentos utilizava estratégias de investimentos separadas em distintos portfólios, e, a partir da chegada desse investidor, a estratégia escolhida por ele foi a de ter em seu portfólio as melhores empresas de cada portfólio da gestora.

Atualmente, a gestora possui cerca de R\$ 2,6 bilhões sob gestão, com 80% dos ativos geridos representando investidores estrangeiros. Conforme sua experiência em administrar o portfólio desses investidores, a gestora optou, em 2012, por uma unificação dos fundos, ou seja,

obter uma redução do risco e maior retorno em um fundo que combinasse as estratégias dos investidores institucionais para os demais investidores.

Seu principal produto é o Fundo de Investimento FAMA FIC FIA, gerido sob premissas conservadoras. Consiste em obter retornos por meio de um portfólio composto por empresas brasileiras de alta qualidade, que atendam a critérios éticos e de ESG, que possuam vantagens competitivas e que sejam lideradas por gestores experientes (FAMA INVESTIMENTOS, 2021).

Na seleção dos ativos, é relevante que as empresas tenham um alinhamento de interesses entre os controladores e os minoritários, que tenham balanços bem apresentados e consistentes, que sejam geradoras de caixa, e que seja possível visualizar um potencial para criação de valor (FAMA INVESTIMENTOS, 2021).

Sua estratégia não tem derivativos e não realiza alavancagem dos investimentos. Consiste em investimento *long-only* em empresas brasileiras sólidas, com um portfólio concentrado entre 15 e 18 empresas, privilegiando aspectos qualitativos, principalmente quanto a posicionamentos sobre princípios éticos e de ESG. Dessa forma, com base fundamentalista, é realizada uma análise profunda das empresas a serem investidas.

A estratégia da empresa quanto a decisões de investimentos é moldada a partir de confrontos de ideias. Ou seja, na gestora há um grupo responsável pela análise inicial e, posteriormente, um outro grupo, composto por uma equipe da própria FAMA Investimentos, é responsável por contestar essas escolhas com base em análises críticas, ressaltando pontos de relevância não identificados inicialmente, por meio de um choque contraditório de análise: de um lado os “construtores” de teses de investimento e, de outro, os “destruidores” de teses de investimentos.

Com alocações visando investimentos de longo prazo, um fator a que o fundo e todas as carteiras da gestora estão expostos são os riscos. Logo, ao olhar para as empresas a serem investidas, o primeiro filtro se refere aos critérios ESG. Realiza-se um estudo profundo das companhias, obtendo informações divulgadas por elas, além de notícias disponibilizadas na mídia, de forma a realizar um “confronto” de informações.

Parte-se do princípio de que, no longo prazo, empresas que não se atentam a questões ambientais, sociais e de governança tendem a ser mais arriscadas, ou seja, aquelas que não cuidam do meio ambiente podem sofrer passivos ambientais, multas e descontinuidade no processo, e eventualmente terem que realizar volumosos investimentos para retomar a capacidade produtiva. Da perspectiva social, observam-se os direitos humanos; empresas que respeitem sua cadeia de valor, seus colaboradores e funcionários, sem *turnover* de funcionários

nem descontinuidade nas atividades. Quanto ao pilar de governança corporativa, empresas que não tenham governança nos seus processos tendem a ter um histórico de capital negativo. Logo, para investimentos de longo prazo uma robusta governança interna é importante na tomada de decisões.

O primeiro filtro para escolher as empresas a serem investidas pela gestora consiste em uma análise qualitativa e profunda quanto aos princípios ESG. São escolhidas empresas que tenham visão de longo prazo, pois tendem a ser menos arriscadas, já que há uma forte preocupação quanto ao ambiente, sociedade, funcionários, boa relação com fornecedores e colaboradores, além de terem uma governança corporativa bem desenvolvida para garantir sua sustentabilidade no ambiente competitivo de negócios. Além disso, há outros filtros que contemplam os critérios de compra das ações formadoras do portfólio. Por exemplo, evitar empresas excessivamente alavancadas, empresas em momentos de *turnaround* (recuperação), empresas demasiadamente cíclicas, entre outros critérios. Dessa forma, o fundo consegue controlar os riscos, tendo na composição do portfólio empresas de boa qualidade, com estratégias de longo prazo que as levem a tomarem decisões ponderando os princípios ESG em seus projetos. Assim, diante de alguma volatilidade de mercado, o valor da ação pode sofrer um impacto, porém os resultados operacionais serão menos voláteis.

Os princípios de compra de ações da gestora contam com fortes decisões baseadas na ética das empresas, na cultura corporativa, e são alinhados com os valores da gestora. Para a FAMA investimentos, investir em uma empresa não é apenas comprar ações, e sim se tornar sócio, ser parte dela.

O posicionamento da gestora no agronegócio encontra-se em ações. No portfólio estão posicionados em papel e celulose, com uma empresa que a gestora vê com um importante posicionamento quanto à preocupação ambiental, prestando serviços à sociedade, por exemplo investindo em soluções e tecnologias que capturam carbono do ambiente, preservação ambiental e preservação do ecossistema. A empresa conta com uma conjunção de fatores positivos, como rentabilidade e histórico de retornos entregues por longos anos que não seguem o padrão de *commodities*. Ou seja, a empresa mantém uma estabilidade de longo prazo quando comparada às demais empresas inseridas no negócio de *commodities*.

Além disso, a empresa tem o próprio artigo florestal, com relevante área de florestas preservadas, como também uma flexibilidade na utilização de fibras diferentes, recicláveis no todo da produção da companhia, ou seja, flexibilidade operacional, o que gera maior estabilidade no negócio, bem como redução de riscos. A escolha pelo setor de celulose também se deve ao diferencial explorado no produto. Trata-se de um tipo de *commodity* diferenciado,



devido a sua menor volatilidade no mercado. A companhia conseguiu, em parte da sua capacidade alocada para a produção de celulose, focar em um segmento de produção específico ligado a uma dinâmica de consumo mais específica na área de produtos de higiene e absorção (fraldas, por exemplo), abrangendo uma parte que se relaciona ao envelhecimento da população, possibilitando melhorar higiene com produtos específicos para suprimento da demanda de uma população mundial que está envelhecendo.

Na produção do setor, o clima e o solo brasileiros possibilitam maior produtividade da árvore, além de menor tempo de crescimento em relação a outras regiões do mundo, bem como custos menores.

No entanto, quando a companhia é colocada em um esquadro de ESG, seu posicionamento nas práticas *Environmental* (“E”) e *Social* (“S”) são mais ativos, e em suas práticas de *Governance* (“G”) apresentam alguns pontos a serem melhorados. Analisando a perspectiva histórica da empresa, ela conta com mais de cem anos no mercado e é de controle familiar. Muito do que construiu o sucesso dessa companhia também levou a um certo conforto, de que as mecânicas de gestão estavam adequadas à realidade. Nesse contexto, por ser uma empresa de gestão familiar, por vezes há uma dificuldade quanto à implementação de práticas de governança corporativa. No entanto, há o ativismo da gestora em exigir melhorias nesse quesito de governança corporativa. O que acontece nesse caso é o pagamento há anos de *royalties* à família pelo uso do sobrenome na companhia, ou seja, a marca da companhia. A discussão se deu em torno de como estruturar um processo que proporcionasse conforto às partes e estabelecesse um valor adequado, até que os controladores e as partes, mesmo com alguns desentendimentos, chegaram ao consenso de eliminar os *royalties*, ponderando também os interesses dos minoritários na companhia, além do estabelecimento de novos comitês no conselho de administração. Ainda no quesito governança corporativa, para a gestora não basta apenas uma empresa estar listada no maior nível de governança – Novo Mercado. É preciso ser mais profundo, conhecer o controlador, realizar uma análise profunda do que realmente há de governança sendo implementado e o que há para melhorar.

O agronegócio vem apresentando uma evolução quanto à sustentabilidade, dando maior atenção a toda sua cadeia. Sem dúvidas, é um setor relevante na economia brasileira. No entanto, no tocante a ESG e agronegócio, a gestora ainda vê grandes desafios, pois o ESG no setor ainda é tratado de forma um tanto quanto superficial. Os tópicos abordados atualmente são de considerável importância, como emissão de carbono, desmatamento, empoderamento feminino no agronegócio, dentre outros. Porém, ainda faltam critérios próprios ligados ao ESG e exclusivamente ao agronegócio, trazendo para a pauta questões que não fazem parte das

análises do ESG de forma muito profunda hoje, como questões sobre violência no campo, trabalho infantil, uso de agrotóxicos, perda de biodiversidade, expansão de terras a partir de desmatamento, direitos trabalhistas, acidentes de trabalho e transgênicos, dentre outros assuntos que ainda não estão na pauta do investidor ESG e devem entrar em uma agenda ESG voltada ao agronegócio.

A evolução vista pelo mercado hoje ainda é superficial. Por exemplo, há empresas monitorando sua cadeia produtiva, porém falta maior ação em alguns casos, como também ações mais imediatas quanto a temas como desmatamento. É nesses pontos que se encontram os desafios do setor do agronegócio brasileiro, fatores em que é preciso evoluir de forma mais ativa.

#### **4.1.2. Santa Fé Investimentos**

Criada a partir de uma *asset* familiar fundada em 1974, a gestora vivenciou um mercado que atravessou diversas crises, uma gama de planos econômicos e inúmeras mudanças de moeda, orientação econômica e políticas econômicas instáveis durante mais de 40 anos no mercado.

O quadro societário da gestora é composto por profissionais de considerável experiência de mercado. Fernando Luís Cardoso Bueno, sócio fundador da Santa Fé Investimentos, é advogado formado pela Universidade de São Paulo (USP), com formação em administração financeira pela Universidade de Stanford. Atua no mercado de capitais desde 1965 e coordenou a implantação dos mercados de Ouro e de Futuros no Brasil. No período de 1971 a 1981 foi sócio-diretor da Bueno, Vieira, Pereira Lopes & Associados CVC S.A., instituição de reconhecida liderança no mercado; foi membro do Conselho de Administração da Bovespa (1974-1976), fundador e vice-presidente do Sistema Nacional de Compensação de Negócios a Termo com Mercadorias S.A. (1977-1981).

Sergio Battistella Bueno, bacharel em administração de empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), é sócio da Santa Fé desde 1987. Com considerável experiência no mercado financeiro nacional e internacional, atuou na gestão dos Clubes de Investimento, Fundos de Investimento e Carteiras Administradas da Santa Fé por mais de 15 anos. É especialista no desenvolvimento de estratégias de *hedge* e controle de riscos na gestão de investimentos. Atualmente dedica-se à estruturação de novos produtos ligados ao agronegócio.

Paulo Battistella Bueno, formado em direito pela USP, pertence ao quadro societário da gestora desde 1989, sendo o diretor responsável pela gestão e distribuição de fundos de

investimento e carteiras administradas de investidores nacionais e estrangeiros, especializado em controle de risco.

Em 2019 a gestora familiar iniciou o processo de profissionalização e maior crescimento, quando os sócios e gestores decidiram abrir seu capital ao mercado. Nesse contexto, Fábio Focaccia se torna o novo sócio, completando a equipe da Santa Fé Investimentos.

Fábio iniciou sua carreira profissional em 1997 no banco Safra National Bank of New York e posteriormente teve passagens à frente de linhas de negócios nos bancos Safra, Unibanco e Itaú BBA. Formado em engenharia mecânica, com mestrado em gestão financeira e risco pela Universidade de São Paulo, sempre buscou se especializar na área de mercado de capitais, o que possibilitou larga experiência em grandes instituições do mercado brasileiro, mercados internacionais. Nos últimos nove anos foi *executive director e head of equities* no JP Morgan Brasil.

Diante de toda sua experiência e da credibilidade da gestora, o aceite em fazer parte da equipe da gestora veio junto da motivação de desenvolver um negócio que proporcionasse algo diferente ao mercado de capitais brasileiro.

Atualmente a Santa Fé realiza a gestão de fundos e carteiras administradas de investidores individuais e estrangeiros, tendo sob gestão mais de R\$ 377 milhões. Em seus produtos, além das carteiras, administra a gestão de dois fundos abertos, o Aquarius, fundo de investimento multimercado, e o Scorpius, fundo de investimento em ações, cuja gestão do capital por parte da gestora se dá justamente nos recursos de terceiros no fundo Aquarius, inicialmente criado para investimento familiar e posteriormente aberto ao público em geral, distribuído por meio das plataformas digitais parceiras da gestora (SANTA FÉ INVESTIMENTOS, 2019; SANTA FÉ INVESTIMENTOS, 2020).

Em 2019, com uma estratégia de exposição média em torno de 40% do patrimônio do Fundo Aquarius investido em ações, a gestora alcançou com sucesso uma rentabilidade de 25,62%, o que motivou a decisão de relançamento, em 2020, de seu Fundo de Investimento em Ações (FIA), o Fundo Scorpius, que ao final de 2020 superou a rentabilidade do seu *benchmark* Ibovespa (SANTA FÉ INVESTIMENTOS, 2020).

Como posição social da gestora, a família fundadora da Santa Fé Investimentos sempre buscou transferir à sociedade seus bons resultados. Dessa forma, há anos a empresa pratica o social e a governança no Lar Bênção Divina, em São Paulo. Muito mais do que apenas aporte financeiro, a doação primordial que vem sendo feita é o tempo de dedicação para aplicar a experiência profissional adquirida em anos de mercado visando ajudar na inclusão e no

desenvolvimento para construir uma sociedade mais igualitária. Mantenedora da obra do Lar Benção Divina, desde o início há o investimento em governança e capacitação das pessoas para que os trabalhos da entidade estejam sempre alinhados com os níveis de excelência que o ambiente profissional exige.

A ação no Lar Benção Divina se alinha com um de seus pilares, o de proporcionar igualdade na sociedade, pois todos merecem as condições necessárias para se desenvolver, o que é possível mediante aquilo que a instituição proporciona aos que frequentam o local, que é a educação de qualidade.

Adicionalmente ao investimento social há a democratização dos serviços que a gestora disponibiliza ao mercado, levando a democratização dos investimentos por meio de valores acessíveis e em diversas plataformas digitais aos investidores que buscam mais oportunidades para aplicar seus recursos financeiros.

#### **4.1.2.1. Sustentabilidade e “Caminhada ESG” da Santa Fé Investimentos**

Signatária desde 2007 do *Principles for Responsible Investment* (PRI), a Santa Fé Investimentos foi uma das primeiras *assets* independentes a aplicar suas práticas de investimentos responsáveis no mercado, tendo no mesmo ano aderido ao *Carbon Disclosure Project* (CDP) e, posteriormente, ao CDP *Water*, que visava a utilização racional da água. Quando de suas adesões a iniciativas de sustentabilidade na composição dos portfólios das carteiras, o ESG (*Environmental, Social and Governance*) ainda não era debatido de forma tão presente no mercado. Esse diferencial é um dos propósitos da gestora desde seu início, isto é, buscar transformar a sociedade em um lugar mais próspero a todos, de forma humana e consciente.

Na estratégia para valorizar investimentos mais responsáveis na carteira de investimentos, a gestora implementou sua “Caminhada ESG”, e o início desse caminho está em olhar para a própria empresa. Nesse processo, uma das conquistas mais recentes foi a neutralização de suas emissões de CO<sub>2</sub> até 2020, em conjunto à MOSS EARTH, ou seja, a produção de dióxido de carbono das operações da gestora tem um impacto líquido neutro sobre o meio ambiente.

Considerado entre os riscos mais emergentes à humanidade pelo Fórum Econômico Mundial em seu Relatório de Riscos Globais de 2020, o aumento do dióxido de carbono na atmosfera gera consequências de grande impacto na saúde do meio ambiente. Por meio dos gases de efeito estufa ocorre o aprisionamento de calor que gerará um elevado aquecimento dos

oceanos, aumentando seus níveis, além de originar furacões, aumentar incêndios florestais e ondas de calor que levam o clima a seu extremo (WORLD ECONOMIC FORUM, 2020).

Ao empregar iniciativas como essa, de zerar pegadas de carbono, a empresa se junta a uma plataforma ambiental que investirá em tecnologias para combater os resíduos de carbono existentes no meio ambiente. Essa captura de carbono do ar pode ser feita pelo plantio de árvores e plantas que por meio da fotossíntese convertem dióxido de carbono em oxigênio. Porém, apenas isso não é suficiente para eliminar o grande impacto de anos sobre a atmosfera, e é nesse ponto que as novas tecnologias que “sugam” o dióxido de carbono do ar em taxas mais elevadas e rápidas que a natureza auxiliam na redução das emissões de carbono, sendo um aliado para alcançar a meta de zerar o carbono.

O reconhecimento pelo trabalho da gestora também é feito pelo mercado. O fundo Santa Fé Aquarius, em 2020, recebeu a classificação cinco estrelas global Morningstar, nota máxima da agência de *rating* de fundos Morningstar. O Rating Morningstar é uma avaliação quantitativa do desempenho passado de um fundo, representando o risco e o retorno, sendo a Morningstar uma das mais antigas e principais agências de *rating* e avaliação global de fundos. Além das estrelas, no mesmo ano o fundo Santa Fé Scorpius FIA recebeu quatro globos no Ranking Morningstar de Sustentabilidade, devido a sua gestão de impacto quanto às preocupações ESG.

Avaliando as empresas que compõem o portfólio do fundo Scorpius FIA, diante da pandemia de covid-19, as empresas investidas impactaram positivamente a sociedade, o meio ambiente e outras empresas. Algumas delas lançaram linhas de respiradores necessários aos hospitais, campanhas para que as demais empresas não demitissem seus funcionários, bancos com o programas de auxílio para a estruturação de endividamentos de milhares de pessoas – concedendo condições sustentáveis por longo do tempo –, programas de logística reversa nas lojas – dando um novo produto a cada quantidade “x” de embalagens vazias retornadas –, dentre outras iniciativas das investidas.

O valor do bem agregado à sociedade, ao meio ambiente e à economia como um todo é considerado de fundamental para a composição dos portfólios de investimentos das carteiras e dos fundos administrados. A geração de valor ultrapassa os valores monetários, demonstrando o engajamento das organizações perante os seres humanos e o ambiente, indo ao encontro da missão de gestão e existência da empresa, proporcionando a valorização patrimonial de forma consistente aos investidores, em médio e longo prazo, e, ao mesmo tempo, criando valor para sociedade, com as práticas *Environmental, Social and Governance* (ESG) incorporando ao mercado o engajamento das organizações e a construção de um capitalismo consciente na economia.

#### **4.1.2.2. Agronegócio: Fiagro Santa Fé Investimentos.**

O crescimento e a importância do setor agrícola brasileiro somados aos investimentos particulares em fazendas da família fundadora da gestora e da vivência de alguns profissionais que compõem a equipe na frente das rodadas internacionais de sustentabilidade, como também suas origens na atividade agrícola, foram uma das motivações para a criação de um projeto com foco no setor.

O período atual é tido como histórico para o setor. As discussões internacionais com pautas abordando o desmatamento, aquecimento global e saúde do solo, dentre outros problemas levantados por organizações como a ONU, estão se tornando muito importantes em nível internacional, nas transações e negociações do Brasil com o resto do mundo. Nesse momento, a visão pregada por muitos, no sentido de parar de produzir, não é a solução para essas questões, pois há uma cadeia humana fortemente ligada, dependente e operante nesse relacionamento, cadeia que é, de certa forma, desconsiderada nos debates que envolvem todo esse sistema.

A humanização desses discursos deve ser trabalhada de forma a considerar as florestas, o homem e a economia. A sociedade fecha os olhos para uma verdade da nossa realidade: de que as ilegalidades vêm do ser humano, não de um setor específico, tampouco exclusivo do ser humano que está no agronegócio. Olhando ao redor, a ilegalidade está presente em todos os setores da sociedade. O que precisa ser feito, portanto, é retirar as pessoas da ilegalidade e auxiliar os que estão no caminho da legalidade.

Opostamente ao discurso radical de descontinuar linhas de produção ligadas à agricultura, a pauta necessária a ser levantada na sociedade é a de produzir com alta eficiência, tendo zelo pelo meio ambiente e pelo ser humano. Nesse contexto, as ações acerca das questões ESG e o engajamento do mercado financeiro diante das exigências sustentáveis e do fomento do agronegócio brasileiro serão importantes aliados do setor para demonstrar que o agronegócio é e pode ser sustentável.

Prova do reconhecimento e da importância do agronegócio brasileiro é a aprovação pelo Congresso Nacional da Lei nº 14.130, de 29 de março 2021, que institui o Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), e que, sob a Resolução nº 39 da Comissão de Valores Mobiliários, de 13 de julho de 2021, dispõe de forma temporária e caráter experimental sua implementação no mercado de capitais brasileiro (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2021).

Os Fiagros ampliarão as formas de investimentos no setor, trazendo uma variedade de alocação em ativos como direitos creditórios (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC), imóveis (Fundos de Investimento Imobiliário – FII), valores mobiliários e ações ou cotas de sociedades (Fundos de Investimento em Participações – FIP) que estejam no contexto das atividades integradas às cadeias produtivas agroindustriais (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2021).

Especificamente quanto ao Fiagro que está sendo desenvolvido pela Santa Fé Investimentos, a gestora se baseará na aquisição de terras para arrendamento para operadores estruturados, ou seja, grandes e médios produtores. Terras já convertidas ou em processo de conversão para agricultura serão as áreas a serem analisadas inicialmente, que serão destinadas aos arrendamentos com o objetivo de gerar o aumento de produtividade, sendo algumas áreas destinadas ao reflorestamento, conforme acordos internacionais e os objetivos assumidos pelo Brasil no acordo de Paris.

A legalidade das áreas e dos produtores parceiros do fundo será fator de suma importância no investimento, que serão submetidos e monitorados conforme critérios envolvendo as questões ESG e os indicadores elaborados pela equipe de análise da gestora, a partir do momento em que o fundo realizar sua primeira emissão no mercado. Até o momento o fundo ainda se encontra em fase final de desenvolvimento. Logo, algumas informações permanecem restritas por questões de *compliance*.

A execução desse Fiagro envolverá uma gama de processos que exigirão o envolvimento ativo quanto à fiscalização e ao monitoramento das áreas de produção, como também gestão quanto a práticas de governança na estrutura dos negócios a serem desenvolvidos.

Por meio da gama de variáveis envolvidas, os Fiagros estão sendo vistos pela gestora como um importante veículo de financiamento e comunicação das boas práticas realizadas na agricultura brasileira, apresentando à sociedade a verdadeira história de um setor que produz de forma correta, que se preocupa em seguir as normas de preservação e que é uma importante ferramenta na implementação e desenvolvimento da governança no agronegócio.

O retorno do investimento aos cotistas do fundo decorrerá do arrendamento e da valorização da terra no longo prazo. A transparência com o cotista quanto às conformidades e regularizações das áreas investidas será transmitida por meio da plataforma digital “Produzindo Certo”, na qual os cotistas poderão visualizar as práticas e metas de Área de Preservação Permanente (APPs), dentre outras informações.

Nesse ponto emerge uma dupla demanda, de *stakeholders* e *shareholders*. De um lado, produtores solicitando financiamento, os *stakeholders*, e, de outro, o capital monetário de pessoas que querem investir nas práticas sustentáveis, os *shareholders*. A lacuna que existe entre esses dois mundos é a falta de comunicação para que esses investidores, detentores de capital, enxerguem o produtor, e é no conceito de ESG, somado à tecnologia, que haverá o alinhamento, a ligação entre ambos os lados.

O caminho ainda é longo, mas está sendo construído, e o engajamento sustentável é o momento histórico do agronegócio brasileiro, momento de mostrar sua verdade junto do crescente engajamento do mercado financeiro e da sociedade quanto a questões em torno do conceito ESG, fazendo dessas práticas o caminho da inclusão.

#### **4.1.3. RIZA Asset Management**

Foi fundada em outubro de 2019 por Daniel Lemos, seu atual CEO. Daniel tem grande experiência no mercado financeiro. Com formação em engenharia de produção pela UFRJ (Universidade Federal do Rio de Janeiro), iniciou sua carreira no Banco Pactual, em 2000, onde permaneceu até 2007, e posteriormente ingressou no mercado de gestoras, com passagem pela Maua Sekular Investimentos, Octante Capital e Credit Suisse Hedging Griffo. Em fevereiro de 2012 passou a integrar o time da XP Investimentos, onde se tornou diretor de produtos e presidente do comitê de produtos, sendo o sócio responsável pelas áreas de renda fixa, previdência, seguros, fundos imobiliários e mercado de capitais. Também foi membro do comitê de riscos operacionais, do comitê de tecnologia, do comitê da diretoria executiva, do comitê de risco e do comitê de tesouraria.

Em janeiro de 2019 se desvinculou do quadro de sócios da XP Investimentos, para então dar início ao desenvolvimento da *asset* na RIZA, onde, ao final de 2019, efetivamente insere no mercado de gestoras brasileiro a Riza Asset Management.

A Riza nasceu com o objetivo de proporcionar ao mercado de capitais brasileiro um diferencial, introduzindo no mercado de gestoras um conceito de produtos que, de certa forma, não competem com a indústria tradicional dos demais fundos, buscando não estar no mesmo local das demais gestoras do mercado de capitais brasileiro. Conseqüentemente, oferece e apresenta ao investidor brasileiro uma possibilidade de diversificação maior na construção de sua carteira de investimentos.

O processo de construção da gestora nasceu da seleção de pessoas, ou seja, da estruturação dos núcleos de profissionais que iriam compor o time responsável pela gestão dos



produtos e, por conseguinte, as áreas de atuação com produtos que se acreditava obter em escala, que permitissem se manter competitivo em relação às demais gestoras e que fossem complementares de alguma forma.

A estruturação da gestora e seu desenvolvimento estão alicerçados em três pilares: talentos, tecnologia e comportamento ético. Os talentos foram a variável inicial de todo o projeto, isto é, a escolha das pessoas certas, que fossem a transformação e que oferecessem um diferencial no mercado, estando alinhadas em uma única cultura, compartilhando os mesmos princípios, atingindo assim um elevado nível de excelência. A tecnologia representa um fator fundamental no processo para o ganho de eficiência, inteligência e agilidade nas tomadas de decisão e no monitoramento de riscos do portfólio. Norteando os pilares de talentos e tecnologia, o comportamento ético na empresa é considerado o pilar essencial em todas as esferas de relacionamento da gestora, seja com parceiros, dentro do Grupo Riza, seja com clientes e na concorrência, buscando sempre novas formas de aumentar a governança e a transparência na gestão de recursos.

Com os pilares formando o eixo estrutural, seu entorno é formado por princípios que guiam a cultura da empresa, estando centrados na transparência em transmitir confiança e reduzir possíveis ineficiências de comunicação; na colaboração entre os diferentes profissionais e *expertises* para alcançar de forma eficiente e com excelência os objetivos traçados; na busca da geração de valor consistente aos investidores, consequentemente gerando valor à própria empresa; na atitude de todos profissionais frente ao espírito de *ownership* (propriedade) da empresa, de maneira que todos estejam alinhados ao negócio, formando assim profissionais completos na gestão de portfólios, de pessoas e de processos; e, por fim, mas não menos importante, o princípio de transformação, de não ser “comum” no ambiente de negócios, ou seja, ter a inovação sempre presente nos processos e modelos, para que dessa forma as ineficiências de custo e tempo sejam reduzidas, elevando o grau de competitividade da gestora no mercado.

Portanto, diante de todos esses valores que completam o propósito de ser e existir da empresa, seu nome complementa os pilares e princípios. Originário do grego, o nome Riza significa “raiz”. Assim, a empresa fortalece suas raízes, calcadas na soma de seus pilares e princípios, dando forma ao propósito da empresa: “gerir de forma eficiente o capital de investidores para promover o desenvolvimento de empresas investidas”.

#### **4.1.3.1. Estrutura em núcleos de gestão e produtos**

Com um processo inicial de estruturação de fundos um tanto quanto diferente da grande maioria de gestoras do mercado, a Riza não se iniciou a partir da construção e do desenvolvimento dos modelos de fundos que iriam oferecer ao mercado, e sim por um caminho inverso. Ou seja, o primeiro passo foi a montagem das equipes de profissionais que fariam parte da gestora e posteriormente ocorreu a estruturação das áreas de atuação em que seriam desenvolvidos os fundos.

Diante dessa estratégia inicial e a análise de áreas que apresentassem escala e competitividade no mercado de capitais brasileiro, a classe de ativos predominante no portfólio dos fundos da gestora não são ações, mas posições no mercado de crédito.

A busca por não atuar no mercado comum das demais gestoras com fundos predominantemente em ações, juntamente com a experiência dos profissionais que compõem a gestora, permitir entrever a gama de oportunidades que o mercado de crédito oferecia, com maiores retornos do que os investimentos tradicionais. Diante da pouca exploração desse mercado pelas demais gestoras, isso fez com que a Riza estruturasse dentro da empresa núcleos especializados em produtos do mercado de crédito. Dessa forma, foram criados cinco núcleos de gestão:

- **Renda Fixa:** acompanhamento e atuação em todo o mercado líquido de renda fixa, monitorando tanto operações públicas quanto privadas, em um universo de ativos abrangendo ofertas ICVM 400 (oferta pública, destinada a investidores em geral) e ICVM 476 (oferta restrita, destinada a investidores profissionais, ou seja, que tenham patrimônio acima de R\$ 10 milhões ou sejam profissionais de investimentos com certificação reconhecida). As análises partem de estudos qualitativos de cenários para os diversos setores da economia, e quantitativos para o *momentum* do mercado de crédito, submetendo os ativos do portfólio a análises fundamentalistas e a um processo de diligência jurídica, em especial das garantias e dos dados contábeis.
- **Direct Lending:** empréstimo direto por meio da concessão de acesso às empresas que estão em um processo anterior às emissões no mercado, ou seja, empresas que ainda não entraram no mercado de capitais por motivos de, por exemplo, governança ou tamanho, e que estejam com acesso mais restrito aos bancos. O núcleo da Riza concede instruções financeiras, reestruturando o capital da empresa a fim de gerar eficiência e retorno ao investidor. Em geral, são empréstimos de longo prazo, com garantias reais ou móveis.
- **Securitização e Carteiras:** ao entender cada modelo de negócio, focando em pequenas e médias empresas com menor acesso ao mercado de crédito, concede capital por meio de estruturas ágeis para a securitização de recebíveis, utilizando instrumentos

como Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) abertos ou fechados, debêntures financeiras, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) pulverizados.

– **Agronegócios:** operações de financiamento para a cadeia do agronegócio, especialmente em áreas, culturas, produtores e empresas já estabelecidos, em que há uma ineficiência de suprimento de financiamentos pelos bancos.

– **Venture Debt:** crédito de longo prazo para empresas inovadoras, *startups* e intensivas em tecnologia que tenham receita estabelecida e valor como negócio. Atuam de forma ativa em decisões estratégicas dessas empresas, visando sempre manter o alinhamento entre investidores, sócios fundadores e sócios capitalistas.

Cada núcleo é coordenado por um gestor responsável que tenha experiência e conhecimento da área, qualidades sempre exigidas da equipe que formará cada núcleo.

O primeiro fundo da gestora aberto ao mercado foi o fundo DAIKON, em março de 2020, sendo um fundo multimercado com gestão ativa de um portfólio diversificado nos mercados de renda fixa, juros e câmbio, adotando posições de *hedge* e macro tático em mercados futuros. A carteira teórica tem alocações alvo de 10% em caixa; 30% em *high grade*; 20% em *high yield*; 20% em *offshore*; e 20% estruturado.

No fundo MEYENII a estratégia de investimento consiste em ativos de crédito estruturado que proporcionem atrativos retornos ajustados ao risco, mediante uma profunda análise fundamentalista e diligência jurídica. O fundo abrange ativos de todos os núcleos: agronegócio com alocação em torno de 25%; securitização e carteiras com 25% de alocação; renda fixa em 10%; *direct lending* representando 25%; *venture debt* em cerca de 10%; além de ter um *allocation* com alocação-alvo de 5%, cujo retorno-alvo é composto pelas estratégias de *hedge* e macro tático, utilizando derivativos de crédito, juros e câmbio. A composição desse portfólio permitiu uma rentabilidade bruta de CDI + 6,5%, correspondendo a um total de 229,5% do CDI. Seu índice Sharpe, que mede a relação retorno-risco diante da volatilidade do mercado, apresenta-se em torno de 4,1, ou seja, para 1% de volatilidade oferece 4,1% de retorno.

Em uma linha conservadora, o fundo LOTUS apresenta uma parcela relevante do patrimônio em caixa e um conceito de preservação de capital, com investimentos majoritariamente em títulos públicos e em emissões de instituições financeiras de primeira linha, além de alocação em crédito priorizar debêntures com liquidez no mercado secundário e baixo risco creditício. A gestora mantém um relacionamento próximo às empresas investidas

nesse fundo, buscando auxiliar seu desenvolvimento perante suas necessidades, mantendo uma governança ética e transparente na emissão de dívidas das empresas que compõem o fundo.

Riza AKIN é um fundo imobiliário de papel em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Por fim, o principal fundo agro da gestora, que será mais bem detalhado nos tópicos subsequentes, é o fundo TERRAX, primeiro fundo imobiliário brasileiro com foco em arrendamento de terras, sendo um dos fundos que chamou a atenção do mercado de capitais brasileiro e que em pouco tempo vem se consolidado no mercado, juntamente com a própria gestora, que atualmente tem sob gestão cerca de R\$ 6 bilhões.

#### **4.1.3.2. Fundo Imobiliário de Arrendamento de Terras**

O desafio de inserir no mercado um produto diferenciado envolvendo o agronegócio não foi muito difícil para a gestora. As experiências passadas dos profissionais do núcleo de agronegócios da Riza já observavam na vivência do dia a dia as dificuldades e lacunas presentes no setor quanto a transações financeiras e impasses com os quais os produtores rurais se deparam para execução da atividade ao longo do tempo.

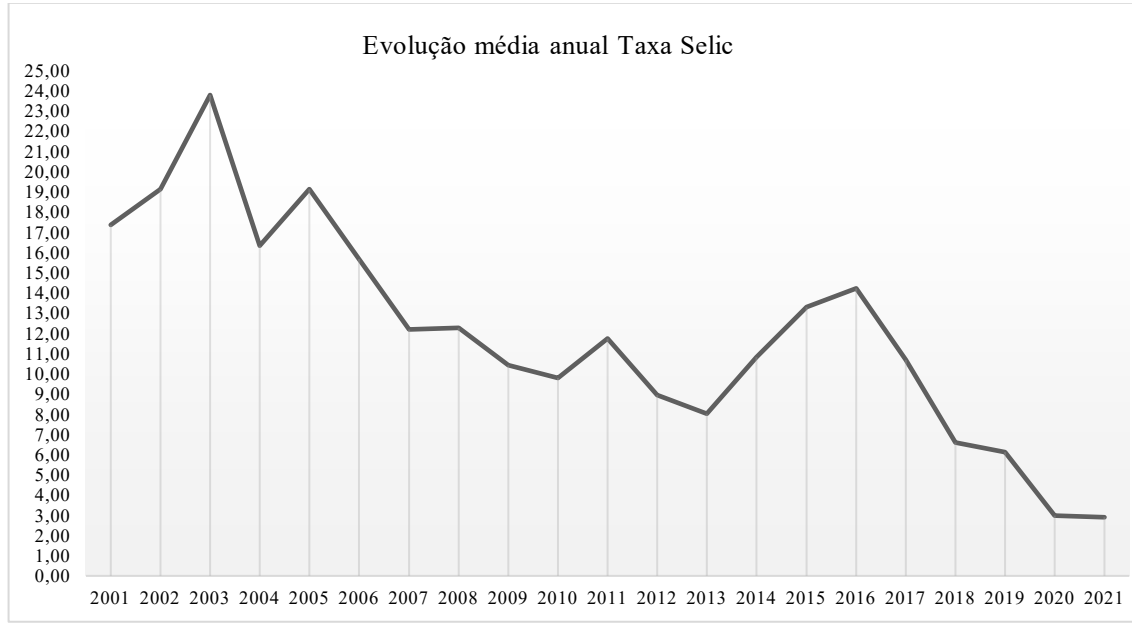
A partir da qualificação do núcleo em várias frentes da cadeia que abrange o agronegócio, a experiência e o convívio com produtores, juntamente com a experiência de mercado, observou-se que, mesmo existindo uma estrutura de bancos públicos atuando em investimentos, com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em várias frentes para desenvolver e estimular o crescimento do setor, dentre outros bancos privados que criam estruturas para financiamento dos produtores, atualmente ainda existe uma lacuna quanto a frentes destinadas ao financiamento do setor agrícola no Brasil. Diante disso, o núcleo da gestora trouxe como base de investimento o bem mais essencial da agricultura: a terra.

Dando um passo anterior à descrição do Fundo de Investimento Imobiliário de arrendamento de terras da gestora, o fundo TERRAX, voltemos a uma breve análise do histórico econômico brasileiro em relação a uma variável relevante para a viabilidade de financiamentos.

Quando o assunto é terra, nos deparamos com um dos produtos menos financiados no mercado. Mesmo diante do crédito bancário para sua compra, as terras não se pagam em curto prazo de tempo e, diante de suscetíveis quebras de safra às quais a atividade agrícola está exposta, no período em que uma dívida perduraria ativa o risco de cumprimento do pagamento

seria elevado, além de haver uma variável de real e considerável importância nesse processo de negociação: a taxa de juros.

No Brasil, o histórico da taxa básica de juros, a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), apresenta consideráveis oscilações, conforme o Gráfico 1, além de altas que inviabilizavam alguns financiamentos.



**Gráfico 1: Evolução média anual da taxa de juros Selic.**

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela autora.

Conforme dados do Banco Central do Brasil, a evolução média anual da taxa básica de juros brasileira por anos apresentou uma Selic de dois dígitos: 2003 com patamar de 23,79%, 2016 em torno de 14,25%, 2019 iniciando um processo de baixas consideráveis, com médias em torno de 6,13%, e, atualmente, em uma taxa média de 2,9%.

Diante desse cenário e dos volumes expressivos de negociações envolvidas nos financiamentos, havia um desestímulo ao desenvolvimento de alguns investimentos no setor, em vista dessa taxa de juros elevada de anos passados.

Atualmente o ambiente econômico brasileiro começa a traçar mudanças e alcançar a viabilidade de um crescente desenvolvimento quanto ao financiamento de um número maior de áreas agrícolas pelo mercado financeiro, aumentando assim a participação dos investidores em geral no setor.

#### 4.1.3.3. Agronegócio: Fundo RIZA TERRAX

Juros baixos e o setor agro brasileiro em expansão foram alguns dos fatores que estimularam a Riza a desenvolver um fundo de investimento imobiliário em terras do agronegócio.

Muito esperado pelo mercado de capitais brasileiro, a gestora lançou o primeiro Fundo de Investimento Imobiliário (FII) com foco em arrendamento de terras do agronegócio, com investimento majoritariamente em propriedades agrícolas destinadas à produção de soja, milho e algodão. As três culturas foram escolhidas pela idiossincrasia de cada uma, ou seja, devido a suas características anuais, estruturas, comportamentos, maior previsibilidade de preços, liquidez e demanda mundial por essas *commodities*.

O Brasil é, de certa forma, na produção de soja, um formador de preço, sendo quase 50% da produção brasileira destinada à importação para a China. Portanto, estrategicamente, as culturas de soja, algodão e milho são as principais em que o Brasil é um importante *player* no suprimento da demanda e na determinação de preços. Caso a produção sofra uma quebra de safra no Brasil, os preços irão subir e, na dinâmica econômica por trás dessa estratégia de compra de terras com cultivo de produtos com essa característica, qualquer externalidade, como um problema climático que cause uma quebra de safra, fará com que, além de os preços do produto em si sofrerem alta, o preço subjacente da terra também irá subir. Diante dessa situação, mesmo com o risco de crédito, haverá uma certa “garantia”, ou melhor dizendo, uma terra que se valorizará, pois a estratégia do fundo consiste em comprar uma parcela da terra dos produtores. Portanto, o fundo tem a posse dessa terra.

A tese de investimento do fundo, como mencionado anteriormente, utiliza a estratégia denominada *sale and leaseback*, que consiste em comprar terras agrícolas, seguindo-se seu arrendamento ao produtor ou a um terceiro. Este, por sua vez, tem a opção de anualmente recomprar a área vendida inicialmente ao fundo, ou seja, a obtenção de renda e ganho de capital do fundo são auferidos mediante a aquisição, arrendamento e venda de imóveis rurais destinados à produção agrícola.

Os primeiros requisitos para análise de terras parte de um estudo regional, de forma que as terras tenham infraestrutura para o agronegócio já consolidada. Além disso, para a gestão do fundo TERRAX, a gestora exige critérios rigorosos de legalidade nas operações do fundo.

O filtro inicial parte da legalidade jurídica, documental e ambiental das áreas, *due dilligence*. As terras compradas devem ter a comprovação de que foram abertas legalmente, com licença, sem nenhum problema, embargo ou multas, não sendo permitida a compra de terras para desenvolvimento da produção agrícola em áreas em que haja desmatamento. O que pode ocorrer no processo de aquisição é a compra de terras que estão em áreas de pastagem

para serem transformadas em áreas destinadas à atividade agrícola. Ambientalmente analisando, essa perspectiva de transformação é vista de forma positiva pelo fundo, pois, em vista de uma análise de emissões de carbono, na atividade da lavoura elas são menores quando comparadas a emissões da atividade pecuária. Além disso, observa-se um importante fator social em relação à criação de empregos entre lavoura e pecuária. Na pecuária extensiva há uma baixa geração de mão de obra em uma grande extensão de terra, logo, com a transformação dessas terras de pastagem para agricultura gera-se um impacto social significativo quanto a criação de empregos para as áreas transformadas e onde as atividades serão exercidas.

Conjuntamente ao estudo da região descrito na política do fundo, há um rigoroso processo de fiscalização junto aos órgãos federais, estaduais e municipais quanto à legalidade das áreas a serem adquiridas, visto que o plano de negócio quanto ao arrendamento tem uma característica de vínculo de longo prazo e abrange grandes propriedades rurais (entre 8 à 10 mil hectares).

A relação de arrendamento envolve grandes grupos de produtores rurais que, diante do tamanho da atividade desenvolvida, já dispõem de um arcabouço legal de políticas claras quanto ao não desmatamento e legalidade, com uma estrutura de governança consistente que apoia o negócio e o protege de embargos e problemas legais junto aos órgãos fiscalizadores. O descumprimento legal é o que acaba sendo um impasse futuro maior aos produtores, pois limita a obtenção de financiamentos e até mesmo a comercialização da produção.

Muitas vezes, quando o debate envolve a utilização de recursos naturais e o impacto ambiental causado pelo agronegócio, a imagem do setor é associada à do “vilão”, sendo de certa forma julgado como “anti-ESG”. Porém, o Brasil conta com um marco legal, regulatório e de fiscalização trabalhista e, principalmente, ambiental bem desenvolvido e rigoroso, aplicado à atividade agrícola. Além das exigências legais, muitos produtores envolvidos no fundo preocupam-se quanto à preservação do meio ambiente e de suas áreas, afinal, sem sua preservação o próprio negócio acabaria sendo afetado. O cuidado em manter as reservas legais e outras áreas de preservação dentro das propriedades muitas vezes ocorre para além das exigências previstas em lei.

Um segundo fator importante constatado pelo fundo diz respeito ao produtor rural que está sendo cogitado como parceiro. São realizadas análises de crédito, práticas socioambientais, histórico de produção e ambiental do produtor. A partir de então, com todas as áreas e produtores em conformidade com todos os critérios iniciais, as negociações de aquisição são iniciadas.

Abrangendo majoritariamente as regiões do Centro-Oeste, Norte e Nordeste, após a efetivação das negociações, o fundo TERRAX realiza um monitoramento ativo quanto ao crédito dos arrendatários, e um monitoramento ambiental e de uso do solo amparados por prestadores de serviços e parceiros. Quanto ao monitoramento ambiental, há a consultoria da empresa Geoflorestas; um monitoramento de uso do solo com a empresa Terra Magna; e assessoria jurídica e diligenciais prestada pela VBSO (Vaz, Buranello, Shingaki e Oioli Advogados). Não se restringindo apenas às empresas monitoradoras e fiscalizadoras, há também o uso de tecnologias de verificação das áreas.

Fator de extrema importância para a produção agrícola, tanto em termos de ganhos de produtividade como também no desafio da geração de menos impacto ao meio ambiente, a aderência tecnológica é um fator a ser considerado na elegibilidade das áreas do fundo, pois gera maiores ganhos de produtividade preservando o ambiente, assim como uma maior transparência no que ocorre nas áreas de plantio e fazenda como um todo.

Os defensivos químicos, por exemplo, estão sendo reduzidos em consequência da evolução no desenvolvimento de biológicos, resultando na eficiência comprovada de controle quanto a ataques de insetos, plantas daninhas e doenças prejudiciais à lavoura. Diante da necessidade de utilização dos defensivos, o produtor deve se atentar ao descarte correto das embalagens, dedicando-lhes um cuidado especial. A gestora, enquanto fiscalizadora da efetividade desses processos nas lavouras, recebe dos produtores relatórios referentes às entregas das embalagens vazias, além de realizar, sob condições contratuais, a verificação legal nas fazendas, certificando-se de que elas se mantêm dentro da legalidade e nos termos acordados.

Com certa frequência, no mínimo três vezes ao ano, a equipe de gestão do fundo verifica as áreas investidas por meio de visitas físicas. Isso possibilita um relacionamento ativo, monitoramento e maior proximidade com os produtores.

Quanto à verificação, aderindo ao uso da tecnologia, além das visitas físicas há o monitoramento do núcleo da gestora por meio de satélites e outros equipamentos, que transmitem o acesso às fazendas à distância, obtendo informações exatas referentes ao dia em que o produtor dá início à plantação, o desenvolvendo das culturas de cada área, as colheitas e a ocorrência de queimadas, seca ou chuvas nas fazendas.

Mensalmente o fundo disponibiliza um relatório expondo o panorama das áreas, sendo anualmente refeita a verificação de todos os requisitos iniciais legais de propriedade e produtor parceiro de forma mais aprofundada, para que seja efetivamente mantida a relação contratual



fundo-produtor. Além disso, aos acionistas é repassado anualmente um relatório com maior riqueza de detalhes de cada propriedade pertencente ao portfólio.

Diante de todo esse trabalho de maior inserção do agronegócio no mercado de capitais brasileiro, existe o desafio de fomentar esse setor de suma importância global. A crescente demanda por derivados da produção agrícola exigirá o desenvolvimento constante de novas tecnologias e a aplicação de uma estrutura de governança em toda a cadeia produtiva para auxiliar o setor a superar um grande desafio: a comunicação. Esse desafio consiste em o Brasil saber se posicionar e saber comunicar ao mundo que é possível e que nosso país efetivamente realiza o crescimento sustentável do agronegócio, tendo o setor como favorecedor das questões ESG, mostrando à sociedade o que de fato acontece no campo e a seriedade dos produtores perante as questões que cercam as questões-chave do tema. Além disso, é preciso mostrar que atualmente, de fato, nosso país consegue um crescimento considerável na produção de grãos sem a necessidade de desmatamento, mas apenas trabalhando áreas de pastagem já degradadas, das quais uma porção razoável pode ser convertida em áreas para a agricultura. A expansão de áreas destinadas à produção de grãos cria uma necessidade de *funding* para os produtores rurais e cria oportunidades para o mercado de capitais.

Portanto, o desafio do agronegócio em relação às questões ESG está em comunicar à sociedade que há um setor que realmente preserva e se preocupa com sua maior fonte de riqueza e sustentabilidade, que é o meio ambiente, que possibilita a obtenção de todos os derivados de sua produção. Assim, o mercado de capitais acaba sendo um importante fomentador diante das exigências legais de transparência e divulgação de informações à sociedade. Aos órgãos reguladores resta o desafio de fiscalizar e punir efetivamente aqueles que não realizam uma agricultura sustentável, que praticam as ilegalidades tão divulgadas na mídia.

#### **4.1.3.4. Dados da oferta pública do fundo de investimento imobiliário TERRAX**

Sob a denominação Riza TERRAX (código B3: RZTR11), com *Initial Public Offering* (IPO) realizado em 28 de setembro de 2020, o fundo encontra-se sob administração do Banco Plural S.A. e gestão da Riza, nos termos da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Constituído em forma de condomínio fechado, com resgate de cotas somente ao término do prazo de duração, o fundo tem gestão ativa pela gestora.

Em números, a primeira emissão, distribuição primária, teve em seu prospecto definitivo o montante inicial de R\$ 750 milhões, correspondendo à quantidade inicial de até 7,5 milhões de cotas, sob preço unitário de emissão de R\$ 100,00 por cota, podendo ser aumentada

conforme a demanda do mercado até um montante máximo da oferta de R\$ 900 milhões, representando 9 milhões de cotas ofertadas (RIZA, 2020b).

Para participação no fundo, cada investidor deveria subscrever a quantidade mínima de 250 cotas na oferta, totalizando um montante mínimo de investimento de R\$ 25 mil. O valor máximo a ser subscrito pelos investidores não institucionais, no contexto da primeira oferta, era de 10 mil cotas, totalizando a importância de R\$ 1 milhão de reais por investidor não institucional, sem aplicação do limite de cotas máximas aos investidores institucionais (RIZA, 2020b).

No encerramento da primeira oferta, o fundo fez um montante de R\$ 489.732.800,00, totalizando a quantidade de subscritores em 8.965, correspondente a 4.897.328 cotas subscritas (RIZA, 2020a).

A segunda abertura do fundo ao mercado ocorreu em março de 2021 e teve sua oferta no montante de, inicialmente, até R\$ 500.000.085,00, correspondendo à quantidade inicial de até 5.128.206 novas cotas. Cada subscrição teve seu preço cotado no valor de R\$ 101,57 por nova cota, sendo a subscrição mínima por investidor de 99 novas cotas na oferta, totalizando um montante mínimo de investimento de R\$ 10.055,43, e a quantidade máxima para investidores não institucionais de 10.256 cotas (RIZA, 2021b).

Perfazendo o montante de R\$ 599.692.275,00, o fundo obteve a quantidade total de 14.339 subscritores, correspondendo a 6.150.690 novas cotas (RIZA, 2021b).

Diante desses dados, observa-se como o setor vem se desenvolvendo no mercado de capitais brasileiro, juntamente com as gestoras, que dedicam um núcleo de especialistas exclusivamente para gestão de produtos que tenham em sua totalidade de ativos o setor agrícola brasileiro. Além disso, pode-se perceber o número crescente de investidores buscando alocar seus recursos no agronegócio.

## 4.2. ANÁLISE DOS CASOS

Nesta seção buscou-se responder aos objetivos da pesquisa por meio da análise de conteúdo das entrevistas e pela análise dos documentos de cada gestora, tendo o auxílio do referencial teórico na análise dos resultados.

### 4.2.1. Análise ESG na seleção de investimentos

Como primeiro objetivo específico deste estudo, buscou-se responder quais foram os condicionantes que levaram as gestoras a iniciarem a incorporação de análises ESG para seleção das empresas investidas.

Conforme o exposto teórico inicial, os investimentos responsáveis estão presentes em nossa sociedade há décadas, abrangendo um conjunto de abordagens que consideram e incluem questões de cunho social e ético nos critérios de avaliação financeira para alocação, manutenção ou alienação de investimentos. Conforme o passar do tempo, esses critérios de investimentos responsáveis foram evoluindo de forma a refletirem as necessidades da sociedade (COWTON, 2002; SCHWARTZ, 2003). Atualmente a sociedade se encontra diante de grandes desafios abrangendo três esferas de importância mundial: o meio ambiente, o social e a governança dos negócios.

De forma geral, as três gestoras desta pesquisa têm em suas políticas de investimentos critérios de análise iniciais baseados nos princípios de investimentos responsáveis, considerando o escopo dos princípios ESG na seleção dos investimentos.

Desde sua fundação, a FAMA Investimentos e a Santa Fé Investimentos, gestoras de maior tempo no mercado, contam com uma filosofia de investimentos baseada na responsabilidade ética. A RIZA Investimentos, a mais recentemente fundada, também tem como condicionante importante o comportamento ético nas relações de investimentos.

Para a FAMA e a Santa Fé Investimentos, o investidor, a partir do momento em que investe em uma companhia, torna-se sócio dela. Logo, os princípios de ambas as partes devem estar alinhados. Dessa forma, os princípios éticos e de responsabilidade das gestoras para com sociedade também devem estar presentes nas empresa investidas.

No posicionamento da FAMA Investimentos, o ser ético nesse contexto está relacionado ao tratamento da empresa perante a sociedade, ou seja, a companhia que desrespeita o meio ambiente, funcionários e colaboradores está ferindo a ética. Portanto, a ética é o condicionante inicial e fator a ser considerado. Ao integrar os fatores de ESG nas suas análises, temas relevantes são endereçados, tais como vantagens competitivas de longo prazo, oportunidades de criação de valor e crescimento, mitigação de riscos de várias naturezas, como reputação, multas, obsolescência, custo de capital, dentre muitos outros.

Para a Santa Fé Investimentos, o condicionante de integração dos princípios ESG nas análises de investimentos consiste em ir além de uma análise de investimento apenas sobre o potencial de crescimento das empresas e a qualidade de seus negócios, alcançando uma análise mais profunda, particular de cada setor, de forma a considerar o comprometimento das

empresas com a sociedade, os recursos naturais, as relações éticas e a gestão de valor para os cotistas.

Para a Riza Investimentos, o condicionante de inserção de uma análise ESG nos investimentos é uma ferramenta importante quanto ao mapeamento do negócio, além da redução de possíveis riscos. A gestora atua principalmente no mercado de crédito estruturado. Logo, conhecer a fundo cada negócio a partir de uma análise rígida, da robustez de governança e da legalidade nos processos é de grande importância na efetividade dos negócios, gerindo assim de forma eficiente o capital de investidores e promovendo o desenvolvimento das empresas investidas.

Conforme o Quadro 1, a abordagem inicial das análises envolvendo os princípios ESG partem de um profundo entender qualitativo dos investimentos, tendo cada gestora uma estratégia de análise.

GESTORAS	ABORDAGEM DE ANÁLISE ESG	ESTRATÉGIA DE ANÁLISE ESG
FAMA	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Realiza-se um <i>framework</i> ESG para entender as companhias e os contextos nos quais estão inseridas. Busca entender o processo e o que constitui a realidade de cada negócio, partindo da premissa de que uma empresa não é isolada do contexto em que está inserida, mapeando profundamente o negócio, os riscos e oportunidades.
SANTA FÉ	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Política inclusiva de ESG: análise inicial da trajetória da empresa e de suas melhorias incrementais. Ou seja, trabalham com as empresas que precisam realizar melhorias nos pilares ESG, de forma a não olhar apenas a foto em um determinado momento da empresa, e sim auxiliá-la de forma ativa para sua melhoria nas práticas ESG. Obtenção de informações ligadas às práticas ESG por meio da coleta de informações mediante questionário e notícias. Após a análise inicial, são avaliados os pilares mais relevantes para cada setor da empresa, e solicitadas melhorias em pilares que necessitem ser melhor trabalhados.

<b>RIZA</b>	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Análise do negócio a ser investido. Busca entender as necessidades de cada empresa, muitas vezes prestando consultoria para gerar melhorias em certos pontos a serem trabalhados no negócio. Contam com uma análise fundamentalista, rigorosa diligência jurídica, análise de crédito dos agentes e participação ativa na estruturação das operações de crédito, quando cabível.
-------------	---	--

**Quadro 1: Abordagem e estratégia de análise ESG das gestoras pesquisadas.**

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

A partir dessa análise inicial e mais aprofundada dos negócios das empresas a serem investidas, as gestoras partem para um segundo filtro na triagem dos investimentos, conforme demonstrado no Quadro 2.

<b>GESTORAS</b>	<b>FILTRO DE SELEÇÃO ESG</b>
<b>FAMA INVESTIMENTOS</b>	Adota um filtro de exclusão ( <i>negative screening</i> ), ou seja, uma empresa ou companhia ferindo algum item ético ou de grande relevância ESG automaticamente é excluída da análise. <i>Engajament</i> : presença da gestora nas empresas investidas de forma ativa na busca de melhorias quanto à inserção de práticas ESG.
<b>SANTA FÉ INVESTIMENTOS</b>	<i>Negative screening</i> , exclusão de empresas não alinhadas com os princípios ESG; <i>Engajament</i> : utilização de um questionário com informações-base para entender o ESG de cada empresa. Programa de encontros trimestrais com as empresas que estão na carteira, abordando pontos guiados pelo questionário base e ressaltando pontos que precisam ser melhorados.
<b>RIZA INVESTIMENTOS</b>	Filtro de exclusão ( <i>negative screening</i> ): ao ferir algum item de relevância quanto à abordagem ESG no setor, o investimento não ocorre. <i>Engajament</i> : auxiliam empresas investidas que apresentem alguma necessidade de aprimoramento quanto a alguns fatores ESG. Nesse caso, as lacunas não ferem os princípios ESG.

**Quadro 2: Segundo filtro de seleção.**

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Diante da análise exposta, os gestores de recursos assumem um dever fiduciário perante a gestão dos recursos de terceiros quanto à obtenção de rentabilidade por meio de um controle de riscos, gerindo a alocação de recursos de maneira a manter alinhados os interesses dos investidores. Atualmente, os investimentos segundo análises de princípios ESG estão sendo

adotados de forma a obter o controle dos riscos dos negócios e o crescimento no longo prazo, além de buscarem a ação efetiva das empresas quanto a sua responsabilidade em adotar os valores humanos e ambientais, também importantes em seu contexto de negócios, e não só no fornecimento de bens e serviços (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971; CARROLL, 1999), compreendendo e gerando sinergia em seus círculos de impacto social: interno, intermediário e externo. Afinal, organizações são como sistemas abertos que interagem com os diversos ambientes nos quais se inserem e nos quais se relaciona com diversos *stakeholders*, importantes agentes fomentadores do crescimento e desenvolvimento das organizações.

#### 4.2.2. Agronegócio e ESG

O segundo objetivo específico desta pesquisa consiste em compreender a estratégia de alocação de cada gestora no agronegócio.

Conforme o Quadro 3, as três gestoras têm posicionamentos diferentes quanto à alocação no agronegócio.

<b>GESTORAS</b>	<b>POSIÇÃO DE INVESTIMENTO NO AGRONEGÓCIO</b>
<b>FAMA INVESTIMENTOS</b>	Alocação em ações.
<b>SANTA FÉ INVESTIMENTOS</b>	Alocação em ações e desenvolvimento Fiagro (abertura do fundo a partir de agosto).
<b>RIZA INVESTIMENTOS</b>	Crédito estruturado e fundo imobiliário com alocação total em arrendamento de terras para agricultura.

**Quadro 3: Posição de alocação no agronegócio das gestoras pesquisadas.**

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Com rígida e crítica análise ESG na alocação do setor, a FAMA Investimentos tem em seu portfólio alocação unicamente em ações, tendo o setor do agronegócio na posição de papel e celulose. Conforme exposto anteriormente na descrição da gestora, sua alocação no setor se deu após rigorosa análise das atitudes da empresa investida, por meio da elaboração de um *framework* ESG para entender a companhia, mapeando profundamente o contexto de negócio, seus riscos e oportunidades. Com base nessa análise inicial, os principais e mais críticos pilares ESG impactados pela empresa estão concentrados no “E” (*environmental*) e no “S” (*social*),

nos quais seu posicionamento ocorre de forma ativa, a ponto de terem um código florestal próprio como base de práticas quanto à preservação do ativo mais impactado pelo negócio da empresa, o meio ambiente. Consequentemente, ao afetar o meio ambiente, também afeta a sociedade. Logo, a empresa também investe em soluções e tecnologias que capturam carbono do ambiente, com uma representativa área de preservação ambiental e preservação do ecossistema. Dessa forma, a empresa conta com uma conjunção de fatores positivos, com rentabilidade e histórico de retornos entregues por longos anos que não seguem o padrão de *commodities*, ou seja, a empresa mantém uma estabilidade de longo prazo se comparada às demais empresas inseridas no negócio de *commodities*, com práticas de ESG integradas em todo seu processo de produção.

No entanto, é reconhecida uma lacuna quanto ao “G” (*governance*), no qual o papel ativista da gestora junto à empresa para melhorias está sendo uma questão trabalhada para proporcionar a todos *stakeholders* maior transparência e igualdade. Devido à complexidade do assunto envolvido nesse pilar, recai-se no dilema da teoria dos *stakeholders*, ponderando os critérios de decisão perante o equilíbrio de interesses de todos *stakeholders*, em que o tratamento igualitário, segundo a teoria, nem sempre irá significar igualdade (PHILLIPS, FREEMAN, WICKS, 2003). Assim, é nesse ponto que a governança da empresa está sendo revista há um tempo, de forma a alinhar os interesses dos agentes perante o tratamento igualitário previsto na teoria dos *stakeholders*, ou seja, não igualitário no sentido literal da palavra, mas estabelecendo valores adequados diante de um consenso de mudanças e ponderando os interesses dos minoritários na companhia.

A Santa Fé Investimentos se apresenta em uma posição de alocação em ações nos fundos que hoje estão abertos no mercado. No agronegócio, ela está desenvolvendo um fundo exclusivo de alocação no setor com base na elaboração de um produto enquadrado na categoria de Fiagro. Será focado no arrendamento de terras destinado à agricultura. A abertura do fundo no mercado ocorrerá a partir de agosto, logo, até o momento muitas informações envolvendo alguns critérios de ESG estão sob condições de confidencialidade. No entanto, a gestora buscará adquirir terras para arrendamento para operadores estruturados, ou seja, grandes e médios produtores, tendo como partida a compra de terras já convertidas ou em processo de conversão para agricultura. Os arrendamentos terão o objetivo de gerar o aumento de produtividade na agricultura, de forma a contribuir para aumentar a oferta agrícola, além de algumas áreas destinadas ao reflorestamento.

Conforme ressaltado, o fundo ainda se encontra em desenvolvimento final para lançamento, logo, algumas informações permanecem restritas. Contudo, perante alguns

condicionantes de escolha com base na análise ESG desse processo, o pilar “E” (*environmental*) e o “G” (*governance*) são os pontos iniciais de escolha e filtro das áreas. A legalidade das áreas e dos produtores parceiros do fundo são fatores de suma importância no investimento, os quais serão submetidos e monitorados conforme critérios envolvendo as questões ESG e indicadores elaborados pela equipe de análise da gestora a partir do momento em que o fundo realizar sua primeira emissão no mercado.

Um *framework* inicial de análise ESG foi desenvolvido, pois a execução desse Fiagro envolverá uma gama de processos que exigirão participação ativa quanto à fiscalização e monitoramento das áreas de produção, além de gestão quanto a práticas de governança na estrutura dos negócios a serem desenvolvidos. Dada a complexidade das variáveis envolvidas nesse tipo de investimento, e dada a complexidade do tema ESG, a Santa Fé Investimentos está em constante desenvolvimento de formas para incluir fatores ESG ao seu processo de tomada de decisão, de forma que essa política não é imutável, mas se amolda ao crescimento, aos erros e acertos nesse desafio que é tão grande quanto a vontade da gestora de encará-lo.

Nesse processo, é de suma importância a transparência das informações, principalmente as de maior relevância que podem impactar os negócios (ROSSETTI, ANDRADE, 2012; IBGC, 2015). Diante disso a transparência da gestora para com os cotistas em relação ao que está sendo desenvolvido nos arrendamentos, bem como as conformidades e regularizações das áreas investidas, serão transmitidas por meio de uma plataforma digital das práticas e das metas de APPs (Área de Preservação Permanente), dentre outras informações das áreas.

Já consolidado no mercado e com duas emissões públicas realizadas, o fundo TERRAX, da gestora RIZA Investimentos, apresenta exclusivamente a estratégia de arrendamento de terras para agricultura com foco na plantação de grãos (soja, milho e algodão) e em médios e grandes produtores. Os primeiros requisitos para análise de terras partem de um estudo regional, sendo essencial que haja infraestrutura já consolidada para o agronegócio. Para gerir o fundo, a gestora exige critérios rigorosos de legalidade nas operações, como descritos em toda a política do fundo, tendo os pilares “E” (*environmental*) e “G” (*governance*) como segundo passo de relevante impacto na decisão de investimento. O filtro inicial parte da legalidade jurídica, documental e ambiental das áreas, a *due diligence*. As terras a serem adquiridas devem ter comprovação efetiva de que foram abertas de forma legal, sem problema de embargo ou multas, sendo proibida a compra de terras para desenvolvimento da produção agrícola em áreas em que haja desmatamento.

Ponderando o impacto ambiental das atividades agrícolas, sob uma análise de emissões de carbono, um dos processos que ocorrem nos arrendamentos é a aquisição de terras que estão



em áreas de pastagem para serem transformadas em áreas destinadas à atividade agrícola. Essa transformação é vista de forma positiva pelo fundo, devido à atividade da lavoura emitir menos carbono em comparação com a pecuária. Nesse ponto, o pilar “S” (*social*) também é ponderado em relação à criação de empregos entre lavoura e pecuária, de forma que a transformação de terras de pastagem para agricultura gera um impacto social significativo quanto à criação de empregos para as áreas transformadas e o desenvolvimento do entorno onde as atividades serão exercidas.

Quanto à transparência para com seus cotistas, mensalmente o fundo disponibiliza um relatório expondo o panorama das áreas e, anualmente, um relatório com maior riqueza de detalhes de cada propriedade pertencente ao portfólio. O fundo ainda é amparado por rígida fiscalização das práticas que ocorrem nas propriedades. Além das visitas frequentes às áreas de produção, há o monitoramento por meio de satélites que transmitem o acesso às fazendas à distância pelo núcleo da gestora, por meio do qual é possível obter informações exatas quanto ao início da plantação, o desenvolvendo das culturas de cada área e das colheitas, além da verificação quanto à ocorrência de queimadas, seca ou chuvas nas fazendas.

Com relação ao impacto ambiental da atividade, um dos critérios que também é relevante na seleção das áreas adquiridas é o uso de tecnologias que proporcionem maiores ganhos de produtividade preservando o ambiente. Além disso, com o auxílio de prestadores de serviço e parceiros, as áreas são monitoradas ativamente quanto à preservação ambiental e ao uso de solo, bem como em relação ao monitoramento de crédito dos arrendatários.

#### **4.2.3. Mercado financeiro como fomentador de práticas sustentáveis**

Conforme os estudos pioneiros de Berle e Means (1932), as companhias sofreram grandes mudanças em seu processo de crescimento e desenvolvimento, e o passo fundamental ocorreu quando da separação de controle das empresas, como um processo de “desintegração de um átomo”, deixando as bases antigas e aderindo a um modelo de gestão em que o proprietário passa a não se envolver na administração e na tomada de decisões de “suas” empresas (BERLE & MEANS, 1932).

Apesar de positiva, essa mudança também trouxe consigo o fato de a propriedade pulverizada, quanto aos custos potenciais, fortalecer o poder dos gestores de forma a aumentar sua margem de ação em prol de seus próprios interesses, e não do interesse dos acionistas (BERLE & MEANS, 1932; 1984).

É uma premissa razoável e potencialmente positiva para o fomento da atividade econômica que os indivíduos ajam de forma a maximizar sua utilidade pessoal ao longo da vida, buscando potencializar uma função ou utilidade voltada para suas próprias preferências e seus próprios objetivos (JENSEN & MECKLING, 1994; SILVEIRA, 2010; PINHEIRO, CARRIERI & JOAQUIM, 2013).

No entanto, o problema surge quando a maximização de utilidade pessoal leva a decisões que geram prejuízos a terceiros. Nesse contexto, e diante do histórico da evolução das organizações e do mundo dos negócios, a pressão dos investidores institucionais e as implementações de regulamentações impostas pelo mercado e órgãos internacionais foram importantes iniciativas para criar um sistema por meio do qual um conjunto de mecanismos de incentivo e controle harmonizem a relação entre acionistas e executivos em vista da redução do problema de agência em relação à separação entre propriedade e controle (JENSEN & MECKLING, 1976; SAITO, SILVEIRA, 2008; NASSIFF & SOUZA, 2013).

Considerando o terceiro objetivo específico deste trabalho, com relação à contribuição do mercado financeiro para o desenvolvimento de um mercado mais sustentável e responsável, as três gestoras consideram de fundamental importância o desenvolvimento de ações e obrigações implementadas pelos órgãos reguladores do mercado às empresas. No entanto, as críticas apontam para a efetividade da fiscalização quanto ao cumprimento e desenvolvimento de normas mais rígidas.

Conforme exposto em seu relatório de investimentos responsáveis, a FAMA Investimentos sempre se colocou em posição de ceticismo em relação ao novo mercado implementado pela bolsa de valores brasileira. Para a gestora, bons princípios de governança devem fluir de dentro da companhia para fora, e não o contrário. Observa também que, nos últimos 15 anos, grande parte dos escândalos ocorridos entre as empresas de capital aberto se deram em empresas que pertenciam ao novo mercado, evidenciando que, para muitas, a listagem no novo mercado ocorreu em prol da obtenção de um selo para agradar investidores, e não em vista de uma evolução dos princípios que regiam as companhias e suas culturas.

É louvável a intenção e relevante o incremento dessas práticas por parte dos reguladores. Agora vemos uma nova “onda” quanto aos princípios ESG, e nesse momento a gestora acha necessário manter a mesma cautela perante os princípios. Assim, partirá dos investidores realmente analisar se esses princípios estarão presentes de fato ou se são de fachada nas companhias.

Para as gestoras RIZA e Santa Fé Investimentos, o mercado financeiro é um importante impulsionador das práticas, mas não unicamente o principal contribuinte. É relevante a posição

ativa dos investidores institucionais nesse processo de fiscalização, cobrança e auxílio na construção de melhorias em questões importantes para as empresas.

O olhar inclusivo de ESG da gestora Santa Fé é um exemplo quanto ao foco na trajetória de algumas empresas e a suas melhorias incrementais, não se baseando apenas em uma foto de um determinado momento. Trata-se de caminhar junto das companhias que não ferem eticamente princípios de relevância.

O posicionamento da RIZA investimentos também segue esse caminho. Em muitos processos da estruturação de crédito das empresas, a gestora se faz presente no trabalho de melhorias de alguns mecanismos necessários de aprimoramento. Especificamente no fundo TERRAX, as exigências vão além das obrigatórias, tendo as iniciativas de conformidade, transparência e legalidade originadas dos próprios produtores das áreas como forma de mitigar futuros riscos.

#### **4.2.4. Agronegócio, ESG e seus desafios**

Conforme o quarto e último objetivo específico, buscou-se apresentar a visão dos gestores quanto à adequação do agronegócio aos princípios ESG, além dos desafios do setor.

Extremamente importante para a economia, o agronegócio vem apresentando uma evolução quanto à sustentabilidade, dando maior atenção a toda sua cadeia. No entanto, sob um olhar mais crítico em relação às práticas em torno do agronegócio e sua adequação perante a temática ESG, para a FAMA investimentos, no tocante ao ESG e ao agronegócio, ainda há grandes desafios. Nesse setor em específico, o ESG ainda é tratado de forma um tanto quanto superficial. Os tópicos abordados atualmente são de considerável importância, como emissões de carbono e desmatamento, dentre outros, porém ainda faltam critérios próprios ligados ao ESG exclusivamente em relação ao agronegócio. É importante inserir na pauta questões como violência no campo, trabalho infantil, uso de agrotóxicos, perda de biodiversidade, expansão de terras a partir de desmatamento, direitos trabalhistas, acidentes de trabalho e transgênicos, dentre outros assuntos que ainda não estão na pauta do investidor ESG. Um dos desafios será uma agenda ESG voltada ao agronegócio.

A gestora Santa Fé Investimentos tem uma visão um pouco diferente da gestora anterior. A equipe de análise voltada ao desenvolvimento do fundo Fiagro conta com grande experiência e vivência no setor agrícola. O fundo está sendo visto como um veículo que busca informar e mostrar ao mundo que o agronegócio brasileiro produz de forma correta, que está se preocupando em seguir as normas de preservação. Assim, não é condenando e parando a

produção de um setor, que tem grande responsabilidade perante a sociedade, que todos problemas serão resolvidos. É preciso apoiar, enaltecer as boas práticas, auxiliando os grupos que estão sustentando o mundo. E é por meio do ESG que o agronegócio terá maior transparência ao contar sua história. A tecnologia será um grande auxiliador nesse processo, como também o mercado de capitais, ao realizar a ligação direta entre investidor e investido, criando evidências do que está acontecendo nas propriedades e mostrando a contribuição do agricultor para a agenda sustentável.

Na mesma linha de exposição, a RIZA investimentos também ressalta esses pontos. Composta por uma equipe que tem a experiência de longos anos no setor e vivência com produtores rurais, o ESG é visto como um instrumento positivo no mercado como um todo, mas em especial nas práticas das empresas do agronegócio, ressaltando as lacunas que devem ser melhoradas em toda sua cadeia.

A Santa Fé Investimentos ainda faz uma ressalva importante para o aprimoramento no setor quanto a seus desafios: o desenvolvimento de um forte código florestal para a cadeia pecuária e para recuperar as APPs; a evolução quanto à rastreabilidade, principalmente no ramo da pecuária; a pecuária regenerativa; as questões de carbono do solo e metano resultantes dos bovinos, tratadas por meio de tecnologias integradas na alimentação do animal, gerando redução da emissão do metano, entre outros desafios que devem ser inseridos na agenda do ESG no agronegócio.

Por fim, um objetivo em comum observado nas entrevistas com as gestoras Santa Fé Investimentos e RIZA Investimentos é a inclusão do agronegócio no mercado de capitais de forma a gerar seu fomento, como também comunicar à sociedade que o agronegócio não é o “vilão” ou o “antiESG”. Nas entrevistas, um fator mútuo levantado como desafio do agronegócio é a comunicação, ou seja, mostrar ao mundo que o agronegócio produz de forma correta e sustentável.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este trabalho teve como principal objetivo analisar como os fundos de investimento estão inserindo o agronegócio em seu portfólio de investimentos em relação aos princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG). A partir de todo o exposto, pode-se observar que os fundos de investimentos no Brasil estão buscando novas formas de inserção do setor no mercado financeiro, para além da alocação exclusivamente em ações, investindo no recurso

mais essencial da atividade agrícola: a terra. Longe de ser um simples investimento, o ativo e todo o entorno ambiental que envolve a atividade agrícola são também os temas centrais dos debates internacionais de sustentabilidade, quando muitas vezes se considera o agronegócio um agente “antissustentabilidade”.

Nos casos apresentados, em duas gestoras foi observada uma convergência perante a busca de especialização de suas equipes na gestão dos produtos envolvendo o setor, como também a iniciativa ativa de fomento do agronegócio no mercado de capitais brasileiro, seguindo princípios sustentáveis de investimento com uma metodologia baseada nos princípios ESG.

Diante da experiência dos profissionais no setor, ambas as gestoras identificaram lacunas importantes de serem trabalhadas quanto a novas formas de financiamento do setor agrícola. Atualmente há uma preocupação crescente mundial em relação à capacidade de suprimento alimentar de uma população que cresce de forma exponencial, tornando inevitável a expansão da produção agrícola para a oferta de alimentos, fibras e energia. Nesse sentido, a agricultura brasileira terá um papel de protagonista, dado que nosso país é um dos principais *players* produtores e exportadores mundiais das cadeias produtivas do agronegócio. Portanto, as áreas de produção necessitarão progressivamente de mais investimento para seu crescimento sustentável, aderindo a novas tecnologias. Além disso, diante da abertura do agronegócio no mercado de capitais, investidores em geral poderão contribuir para o crescimento do setor no país, obtendo rentabilidade conforme seu desenvolvimento.

Como levantado por um dos entrevistados, é necessária uma agenda ESG para o agronegócio. Sem o cuidado com o meio ambiente, a própria produção agrícola não se mantém sustentável, além de serem gerados impactos irreversíveis para as gerações futuras, inclusive para as atuais. Ainda há muito a melhorar no escopo sustentável do agronegócio. Pautas de importância que precisam ser inseridas nas metodologias ESG do setor estão sendo desenvolvidas e inseridas pelos fundos de investimento em suas análises.

Além disso, um fator de grande importância é o ativismo dos investidores institucionais para com o cumprimento efetivo dos princípios ESG sustentáveis, pois, como exposto em toda explanação teórica e histórica do desenvolvimento das corporações, os conflitos de interesse ocorrerão no ambiente de negócios, e a busca pela maximização de utilidade também se fará presente em diversas frentes, afinal, são fatores humanos que gerem e tomam as decisões das companhias que movem o mercado. Como mecanismo mitigador, o poder ativista dos investidores é uma ferramenta valiosa para o cumprimento de robusta e efetiva governança nos processos, capaz de minimizar muitas dessas assimetrias que levam os mercados à ineficiência.

O ESG, se aderido de forma correta e efetiva, é uma importante ferramenta na redução de riscos e para o desenvolvimento sustentável. Seus pilares abordam importantes questões que impactam a eficiência da gestão e a sobrevivência dos negócios no longo prazo. Assim, no agronegócio ele é de vital importância para a eficiência produtiva e sustentabilidade dos elos de toda a cadeia produtiva.

O caminho ainda é longo, mas está sendo construído, e o engajamento sustentável está sendo o momento histórico de o agronegócio brasileiro mostrar sua verdade no crescente engajamento do mercado financeiro e da sociedade quanto a questões em torno do conceito ESG, fazendo dessas práticas o caminho da inclusão.

Por fim, concluo estas considerações com uma observação de um dos entrevistados no processo de construção desta dissertação: o Brasil precisa contar ao mundo que é possível produzir cuidando do nosso bem mais precioso, que é o meio ambiente e os trabalhadores que fazem o agronegócio acontecer, suprimindo as necessidades ilimitadas de uma crescente população mundial, e o ESG é uma ferramenta valiosa para comunicar e demonstrar ao mundo como o agronegócio produz.

## 5.1. LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES FUTURAS

No decorrer da pesquisa algumas limitações foram percebidas. Em um dos fundos, o processo de implementação do produto estava em desenvolvimento, o que impossibilitou a abertura de algumas informações. Por se tratar de fundos com estratégias de análise particulares, houve uma limitação quanto a métricas de análise e metodologias mais detalhadas das ponderações dos pilares ESG.

Por terem produtos abertos ao mercado, algumas informações restringiam-se às divulgadas nos documentos oficiais nos *websites* das gestoras.

Devido ao fato de a inserção de análises ESG serem, de certa forma, novas no mercado, e os produtos estarem em fase inicial, houve uma limitação quanto a um maior aprofundamento das análises.

No entanto, para realizar as entrevistas e para a participação das gestoras neste trabalho, todas foram muito abertas quanto ao aceite para contribuição no estudo.

Por ser a temática ainda recente na análise de investimentos, novas pesquisas poderão ser desenvolvidas, acrescentando a apresentação de métricas quantitativas adotadas na análise das alocações após um período razoável de estabilidade dos fundos focados no arrendamento de terras.

Outra linha de pesquisa poderá ser desenvolvida quanto ao desenvolvimento de um *framework* ESG destinado à análise de investimentos no agronegócio, ressaltando os principais desafios de análise do setor.

Espera-se que esse trabalho tenha contribuído para mostrar como, na prática, o agronegócio está sendo abordado pelo mercado financeiro. Em sua abordagem teórica, a pesquisa buscou auxiliar os estudos relacionados ao agronegócio e os princípios ESG na análise de investimentos.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUILERA, Ruth V.; CAZURRA, Alvaro Cuervo. *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?* Organization Studies, 2004. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177%2F0170840604040669>>. Acesso em: 21 de agosto de 2020.

ARAÚJO, Massilon J. **Fundamentos de Agronegócios**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. **Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento**. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN\\_2062\\_ClassificacaoFII\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf)>. Acesso em: 16 de julho de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: junho de 2021.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Persona, Edições 70, 2011. Disponível em: <<https://ia902902.us.archive.org/8/items/bardin-laurence-analise-de-conteudo/bardin-laurence-analise-de-conteudo.pdf>>. Acesso em: novembro de 2020.

BATEMAN, T. S. SNELL S.A. **Administração: construindo vantagem competitiva**. São Paulo: Atlas, 1998.

BAVA, Fabrizio; DEVALLE, Alain. *Corporate governance and best practices: the Parmalat case*. 2012 Disponível em: <<https://www.semanticscholar.org/paper/Corporate-governance-and-best-practices%3A-the-case.-Bava-Devalle/1f6d92aecb90de68a86961399e10068a97ec75f6>>. Acesso em: 21 de agosto de 2020.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984. Coleção Os Economistas.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod\\_resource/content/1/DCO0318\\_Aula\\_0\\_-\\_Berle\\_\\_Means.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf)>. Acesso em: 21 de agosto de 2020.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Garnier C. *The modern Corporation and Private Property*. Nova York: Macmillan, 1932. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod\\_resource/content/1/DCO0318\\_Aula\\_0\\_-\\_Berle\\_\\_Means.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf)>. Acesso em 05 de maio de 2020.

BOAVENTURA, João Maurício Gama; CARDOSO, Fernando Rodrigues; SILVA, Edison Simoni da; SILVA, Ralph Santos da. **Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras**. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, v. 11 n. 32, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.7819/rbgn.v11i32.378>>. Acesso em: 15 de setembro de 2020.

BOWEN, Howard R. *Social Responsibilities of the Businessman*. University of Iowa Press, 1956. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/j.ctt20q1w8f>>. Acesso em: agosto de 2020.

BRASIL BOLSA BALCÃO – B3. **Prospecto definitivo da distribuição pública de cotas da primeira emissão do: Fundo de Investimento Imobiliário RIZA TERRAX**. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/E0/65/D8/70/A8BD471086447D47DC0D8AA8/FII%20RIZA%20TX%20-%20Prospecto.pdf>>. Acesso em: 10 de junho de 2021.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Principles of corporate finance*. New York: Irwin – McGraw Hill, 2011. Disponível em: <<https://is.cuni.cz/studium/predmety/index.php?do=download&did=186638&kod=JEM034>>. Acesso em: 04 de junho de 2020.

CADBURY, Sir Adrian. *The Future for Governance: The Rules of the Game*. Journal of General Management, v. 24, n. 1, 1998. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177/030630709802400101>>. Acesso em 01 de maio de 2020.

CARROLL, Archie. *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*. Business & Society, vol 38, no. 3, 1999. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177/000765039903800303>>. Acesso em: 14 de junho 2020.

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA. **PIB do Agronegócio**. 2021. Disponível em: <[https://cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/dtec.pib\\_mar\\_2021.10jun2021vf-1\(1\).pdf](https://cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/dtec.pib_mar_2021.10jun2021vf-1(1).pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2021.

CEPEA – Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada Departamento de Economia, Administração e Sociologia; ESALQ – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – USP – Universidade de São Paulo. **PIB do agronegócio Brasil**. Disponível em: <[http://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/Cepea\\_PIB\\_CNA\\_2019.pdf](http://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/Cepea_PIB_CNA_2019.pdf)>. Acesso em: 01 maio 2020.

CHADDAD, Fábio. **Economia e Organização da Agricultura Brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 39, de 13 de julho de 2021**. 2021. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.130-de-29-de-marco-de-2021-325357213>>. Acesso em: 25 de julho de 2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. 2003. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 17 de junho de 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM N° 39, de 13 de julho de 2021**. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol039.pdf>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT. ***Social Responsibilities of Business Corporations***. 1971. Disponível em: <<https://www.ced.org/reports/social-responsibilities-of-business-corporations>>. Acesso em: 21 de agosto de 2020.

COOPER, Donald; SCHINDLER, Pamela. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Grupo A, 12. ed, 2016.

COWTON, Christopher. ***Playing by the rules: ethical criteria at an ethical investment fund***. Business Ethics, the environmental & responsibility, 2002. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/1467-8608.00126>>. Acesso em: 22 de setembro de 2020.

DAVIS, Keith. ***Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?*** California Management Review, 2, 70-76, 1960. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/41166246>>. Acesso em: 25 de outubro de 2020.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. ***The stakeholders theory of the corporation: concepts, evidence and implications***. Academy of Management Review, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/258887>>. Acesso em: 25 de setembro de 2020.

EMBRAPA – Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária. **VISÃO 2030: O Futuro da Agricultura Brasileira**. Brasília, DF: Embrapa, 2018. Disponível em: <<https://www.embrapa.br/documents/10180/9543845/Vis%C3%A3o+2030+-+o+futuro+da+agricultura+brasileira/2a9a0f27-0ead-991a-8cbf-af8e89d62829>>. Acesso em: 29 de abril de 2020.

ENRIONE, Alfredo; MAZZA, Carmelo; ZERBONI, Fernando. ***Institutionalizing Codes Of Governance***. 2006. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177%2F0002764205285175>>. Acesso em: 25 de agosto de 2020.

FAMA INVESTIMENTOS. **FAMA FIC FIA. 2021**. Disponível em: <[https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d\\_3c9cecac251a4090b2e3a92c93767b4e.pdf](https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d_3c9cecac251a4090b2e3a92c93767b4e.pdf)>. Acesso em: 12 de julho de 2021.

FAMA INVESTIMENTOS. **FAMA Investimentos: ESG & Investimento Responsável na FAMA Investimentos**. Disponível em: <[https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d\\_71e09e1f267346e4b891ed3673056196.pdf](https://927ae365-d5b4-4f2b-a6ba-28eca660d344.filesusr.com/ugd/610c4d_71e09e1f267346e4b891ed3673056196.pdf)>. Acesso em: 12 de maio de 2021.

FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS – FAO. ***The future of food and agriculture: alternative pathways to 2050***. Rome, 2018. Disponível em:

<<http://www.fao.org/global-perspectives-studies/food-agriculture-projections-to-2050/en>>. Acesso em: 01 maio de 2020.

FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION. *The state of food and agriculture: food systems for better nutrition*. Rome, 2013. Disponível em: <<http://www.fao.org/3/i3300e/i3300e00.htm>>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2021.

FREEMAN, R. Edward. *Stakeholder theory of the modern corporation*. 1988. Disponível em: <<https://academic.udayton.edu/LawrenceUlrich/Stakeholder%20Theory.pdf>>. Acesso em 19 maio de 2020.

FREEMAN, R. Edward. *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. Edward; MCVEA, John. *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. 2001. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263511>>. Acesso em: 21 de outubro de 2020.

GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Grupo GEN, 6. ed, 2017.

GILL, Amiram. *Corporate Governance as Social Responsibility: A Research Agenda*. Realizing the Potential: Global Corporations and Human Rights, 2008. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/berkjintlw26&id=456&collection=journals&index=>>>. Acesso em: 22 de agosto de 2020.

GOLDBERG, Ray A.; DAVIS, John H. *A concept of Agribusiness*. Harvard University, Boston, 1957. Disponível em: <<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=uc1.32106006105123&view=1up&seq=19>>. Acesso em: 21 de julho de 2020.

HERNÁNDEZ, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Maria Del Pilar Baptista. *Metodologia de Pesquisa*. São Paulo: Grupo A, 5ª edição, 2013.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo, SP: IBGC, 5ª ed, 2015. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>. Acesso em: 15 de maio de 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Uma Década de Governança Corporativa: História do IBGC, Marcos e Lições da Experiência*. 2006. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23389>>. Acesso em: 28 de outubro de 2020.

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. *The Nature of Man*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, n. 2, pp. 4-19, 1994. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=5471](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5471)>. Acesso em 15 de março de 2020.

JENSEN, Michael C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. 2005. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>>. Acesso em 15 de março e 2020.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, vol. 3 n. 4, 1976. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>. Acesso em: 22 de março de 2020.

JONES, Thomas M. *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*. The Academy of Management Review, vol. 20, no. 2, 1995, pp. 404–437. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/258852>>. Acesso em: 27 de março de 2020.

JOSHI, Sudhanshu; SINGH, Rohit Kumar; SHARMA, Manu. *Sustainable agri-food supply chain practices: Few empirical evidences from a developing economy*. Global Business Review, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177/0972150920907014>>. Acesso em: 22 de maio de 2020.

KAHN, Matthew E. *Environmental Disasters as Risk Regulation Catalysts? The Role of Bhopal, Chernobyl, Exxon Valdez, Love Canal, and Three Mile Island in Shaping U.S. Environmental Law*. Journal of Risk and Uncertainty, 2007. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s11166-007-9016-7>>.

KINDER, P.D.; DOMINI, A.L. *Social Screening: Paradigms Old and New*. The Journal of Investing, 6, 1997. Disponível em: <<https://doi.org/10.3905/joi.1997.408443>>. Acesso em: 25 de outubro de 2020.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Rober. *Investor Protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics. 2000. Disponível em: <[https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip\\_corpgov.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf)>. Acesso em: 22 de setembro de 2020.

LANGEVOORT, Donald C. *The social construction of Sarbanes-Oxley*. Michigan Law Review, 2007. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/PrintRequest?collection=journals&handle=hein.journals/mlr105&div=83&id=1835&print=section&format=PDFsearchable&submit=Print%2FDownload>>. Acesso em: 29 de novembro de 2020.

LI, Yiwei; GONG, Mengfeng; ZHANG, Xiu-Ye; KOH, Lenny. *The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power*. The British Accounting Review, v. 50, ed. 1, p.: 60 – 75, 2018. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838917300574>>. Acesso em: 22 de setembro de 2020.

LUKOSEVICIUS, Alessandro Prudêncio; GUIMARÃES, Jairo Carvalho. *Uso do Método Estudo de Caso em Pesquisas de Gerenciamento de Projetos*. Revista de Gestão e Projetos, vol. 9, n. 2, 2018. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/50862/uso-do-metodo-estudo-de-caso-em-pesquisas-de-gerenciamento-de-projetos/i/pt-br>>. Acesso em: 15 de fevereiro de 2021.

MACÊDO, Francisca Francivânia Rodrigues Ribeiro; MOURA, Geovanne Dias de; HEIN, Nelson. **Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA**. RIGC – v. XI, n. 21, 2013. Disponível em: <[http://www.observatorio-iberoamericano.org/ricg/N%C2%BA\\_21/Francisca\\_Rodrigues,\\_Geovanne\\_Dias\\_y\\_Nelson%20Hein.pdf](http://www.observatorio-iberoamericano.org/ricg/N%C2%BA_21/Francisca_Rodrigues,_Geovanne_Dias_y_Nelson%20Hein.pdf)>. Acesso em: 15 de outubro de 2020.

MARKS, Stephen G. *The Separation of Ownership and Control*. 1999. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4357927/mod\\_resource/content/1/marks.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4357927/mod_resource/content/1/marks.pdf)>. Acesso em: 05 de setembro de 2020.

MARTINI, Alice. *Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union*. Environment, Development and Sustainability, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s10668-021-01375-3>>. Acesso em: 16 de outubro de 2020.

MCGUIRE, Joseph W. *Business and Society*. Technology and Culture, vol. 5, no. 3, 1964. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/pdf/3101288.pdf>>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2021.

MELIS, Andrea. *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?* Corporate Governance: an international Review, 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00443.x>>. Acesso em: 13 de setembro de 2020.

MENDONÇA, Maria Luisa. **O Papel da Agricultura nas Relações Internacionais e a Construção do Conceito de Agronegócio**. Contexto int., Rio de Janeiro, v. 37, n. 2, p. 375-402, 2015. Disponível em: <[https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0102-85292015000200375&script=sci\\_arttext&tlng=pt](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0102-85292015000200375&script=sci_arttext&tlng=pt)>. Acesso em 13 de novembro de 2020.

MIRANDA, José Carlos. **Abertura Comercial, Reestruturação Industrial e Exportações Brasileiras na Década de 1990**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, texto para discussão, n. 829, 2001. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4392](https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4392)>. Acesso em 13 de maio de 2021.

MONK, Robert; MINOW, Nells. *Corporate Governance*. The Journal of Finance. vol. 51, n. 2, 1995. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2329384>>. Acesso em: 13 de novembro de 2020.

NASSIFF, Elaina & SOUZA, Crisomar Lobo de. **Conflitos de Agência e Governança Corporativa**. Caderno de Administração – Revista do Departamento de Administração FEA, vol. 7, n. 1, 2013. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/caadm/article/download%20/9496/19670>>. Acesso em: 19 de outubro de 2020. Acesso em: 19 de outubro de 2020.

NEVES, Marcos Fava; CONEJERO, Marco Antonio. **Cenário Econômico e produção de alimentos, fibras e bioenergia**. In: NEVES, Marcos Fava (Org). **Agronegócios & Desenvolvimento Sustentável: uma agenda para liderança mundial na produção de alimentos e bioenergia**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007. Acesso em: 13 de novembro de 2020.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. 1999. Disponível em: <[https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En)>. Acesso em: 19 de outubro de 2020.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. 2020. Disponível em: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. *Measuring the Environmental Performance of Agriculture Across OECD Countries*. OECD Publishing, Paris, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/4edcd747-en>>. Acesso em: 02 de julho de 2021.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Transformando nosso Mundo: a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável. 2015. Disponível em: <[http://www.itamaraty.gov.br/images/ed\\_desenvsust/Agenda2030-completo-site.pdf](http://www.itamaraty.gov.br/images/ed_desenvsust/Agenda2030-completo-site.pdf)>. Acesso em: 15 de julho de 2020.

PACTO GLOBAL. *Rede Brasil do Pacto Global*. 2019. Disponível em: <[https://www.pactoglobal.org.br/assets/docs/cartilha\\_pacto\\_global.pdf](https://www.pactoglobal.org.br/assets/docs/cartilha_pacto_global.pdf)>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2021.

PEREIRA, Humberto Geraldo; ROMEIRO, Gabriel. **Comunicação: o agro é nosso**. In: RODRIGUES, Roberto (Org.). **Agro é Paz: análise e propostas para o Brasil alimentar o mundo**. Piracicaba: ESALQ, 2018, p.: 365 – 376. Acesso em: 10 de outubro de 2020.

PHILLIPS, R.; FREEMAN, R.; WICKS, A. *What Stakeholder Theory is Not*. Business Ethics Quarterly, 2003. Disponível em: <<https://doi.org/10.5840/beq200313434>>. Acesso em: 18 de maio de 2021.

PINHEIRO, Alexandre Santos; CARRIERI, Alexandre de Pádua; JOAQUIM, Nathália de Fátima. **Esquadrinhando a governança corporativa: o comportamento dos personagens sob o ponto de vista dos discursos dos autores acadêmico**. Rev. contab. finanç. vol. 24 n. 63 São Paulo, 2013. Disponível em: <[https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772013000300006&script=sci\\_arttext](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772013000300006&script=sci_arttext)>. Acesso em: 09 de outubro de 2020.

PINTO, Francisco Roberto; LEMOS, Anderson Queiroz; ROCHA, Jacqueline dos Anjos da; FERREIRA, José Wendel Cavalcante. **A percepção de empresários do setor de agronegócio sobre as práticas de responsabilidade socioambiental**. Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional, v. 6, n. 2, 2010. Disponível em: <<https://www.rbgdr.net/revista/index.php/rbgdr/article/view/273>>. Acesso em: 25 de março de 2021.

POTT, Crisla Maciel; ESTRELA, Carina Costa. **Histórico ambiental: desastres ambientais e o despertar de um novo pensamento**. Dilemas ambientais e fronteiras do conhecimento II • Estudos avançados, vol 31, ed 89, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890021>>. Acesso em: 16 de março de 2021.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/L14130.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14130.htm)>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT – PRI. *The Sustainable Stock Exchanges (SSE) initiative*. 2015. Disponível em: <[https://www.unpri.org/the-sustainable-stock-exchanges-sse-initiative/637.article#:~:text=The%20Sustainable%20Stock%20Exchanges%20\(SSE\)%20initiative%20is%20a%20peer-,corporate%20governance\)%20issues%20and%20encourage](https://www.unpri.org/the-sustainable-stock-exchanges-sse-initiative/637.article#:~:text=The%20Sustainable%20Stock%20Exchanges%20(SSE)%20initiative%20is%20a%20peer-,corporate%20governance)%20issues%20and%20encourage)>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **Princípios para o Investimento Responsável (PRI)**. 2019. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 13 de setembro de 2020.

RIZA ASSET. **Relatório de gestão – RIZA AKIN**. 2021. Disponível em: <<https://www.rizaasset.com/products/riza-akin/description>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

RIZA. **Anúncio De Encerramento Da Distribuição Pública De Cotas Da 2ª (Segunda) Emissão Do Fundo De Investimento Imobiliário RIZA TERRAX**. 2021a. Disponível em: <<https://firebasestorage.googleapis.com/v0/b/riza-asset.appspot.com/o/riza-terrax-anuncio-encerramento-segunda-emissao-02-03-2021.pdf?alt=media&token=f3d1d118-547e-45a6-b48c-c7abde84751d>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

RIZA. **Anúncio De Encerramento Distribuição Pública De Cotas Da Primeira Emissão Do Fundo De Investimento Imobiliário RIZA TERRAX**. 2020a. Disponível em: <<https://firebasestorage.googleapis.com/v0/b/riza-asset.appspot.com/o/riza-terrax-aviso-encerramento-17-07-2020.pdf?alt=media&token=a3f00d1e-5009-4800-a243-53bae49cb189>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

RIZA. **Prospecto Definitivo da Distribuição Pública de Cotas da Primeira Emissão do Fundo de Investimento Imobiliário Riza TERRAX**. 2020b. Disponível em: <<https://firebasestorage.googleapis.com/v0/b/riza-asset.appspot.com/o/riza-terrax-prospecto-definitivo-21-08-2020.pdf?alt=media&token=29dd8da8-4b0d-4436-8e9e-b2412f8168d5>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

RIZA. **Prospecto Definitivo da Distribuição Pública de Cotas da Segunda Emissão do Fundo de Investimento Imobiliário RIZA TERRAX**. 2021b. Disponível em: <<https://firebasestorage.googleapis.com/v0/b/riza-asset.appspot.com/o/riza-terrax-prospecto-definitivo-segunda-emissao.pdf?alt=media&token=055a3b9d-f9b1-42fa-ad43-de8584c5d198>>. Acesso em: 14 de julho de 2021.

ROSENBERG, Hilary. **Mudando de Lado: a luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa nos EUA**. Editora: Editora Campus, 2000.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. Ed. 6. São Paulo: Atlas, 2012.

S&P GLOBAL. *How is agriculture impacted by ESG investing?* 2020. Disponível em: <<https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/how-is-agriculture-impacted-by-esg-investing>>. Acesso em: 08 de maio de 2021.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa: Custos De Agência E Estrutura De Propriedade**. Rev. adm. empres. vol. 48, no. 2 São Paulo: 2008. Disponível em: <[https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007)>. Acesso em: 19 de junho de 2020.

SANTA FÉ INVESTIMENTOS (SFI). **Relatório Mercatus**. Edição 168, ano XXII, 2019. Disponível em: <[http://santafe.com.br/wp-content/uploads/2020/01/2019\\_04\\_Tri.pdf](http://santafe.com.br/wp-content/uploads/2020/01/2019_04_Tri.pdf)>. Acesso em: 11 de junho de 2021.

SANTA FÉ INVESTIMENTOS (SFI). **Relatório Mercatus**. Edição 172, ano XXII, 2020. Disponível em: <[http://santafe.com.br/wp-content/uploads/2021/01/2020\\_04\\_Tri.pdf](http://santafe.com.br/wp-content/uploads/2021/01/2020_04_Tri.pdf)>. Acesso em: 11 de junho de 2021.

SANTA FÉ INVESTIMENTOS. **Política de Investimento Responsável**. 2021. Disponível em: <<https://santafe.com.br/wp-content/uploads/2021/06/Santa-Fé-Política-de-Investimento-ESG-V202106.pdf>>. Acesso em: 30 de julho de 2021.

SARTURI, Greici; SERAVALLI, Cecília; BOAVENTURA, João Maurício Gama. **Afinal, o que é Distribuir Valor para os Stakeholders? Uma Análise Bibliográfica Sobre o Tema**. Revista de Administração da UFSM, v. 8, n. ed. especial, p. 92-113, 2015. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/39853/afinal--o-que-e-distribuir-valor-para-os-stakeholders--uma-analise-bibliografica-sobre-o-tema-i/pt-br>>. Acesso em: 19 de maio de 2020.

SCHUETH, Steve. *Socially Responsible Investing in the United States*. Journal of Business Ethics, v. 43, n. 3, Social Screening of Investments, 2003. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/25074988>>. Acesso em: 26 de setembro de 2020.

SCHWARTZ, Mark S. *The “Ethics” of Ethical Investing*. Journal of Business Ethics, n. 43: 195–213, 2003. Disponível em: <<https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/A:1022933912939.pdf>>.

SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W. *A survey of Corporate Governance*. THE JOURNAL OF FINANCE, v. 52, n. 2, 1997. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorp.gov.pdf>>. Acesso em: 26 de março de 2020.

SIECZKA, P., SORNETTE, D. & HOLYST, J.A. *The Lehman Brothers effect and bankruptcy cascades*. The European Physical Journal, v 82, n 257, 2011. Disponível em: <<https://doi.org/10.1140/epjb/e2011-10757-2>>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; YOSHINAGA, Claudia Emiko; BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. **Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa**. 2004. Disponível em: <[https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/claudia\\_emiko\\_-\\_critica.pdf](https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/claudia_emiko_-_critica.pdf)>. Acesso em: 17 de julho de 2020.

STELLNER, Christoph; KLEIN, Christian; ZWERGEL, Christian Bernhard. (2015). *Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: the moderating role of country sustainability*. Journal of Banking & Finance, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.032>>. Acesso em: 15 de novembro de 2020.

SUNDARAM, Anant K.; INKPEN, Andrew C. *The Corporate Objective Revisited*. Organization Science, v. 15, n. 3, 2004. Disponível em: <<https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/orsc.1040.0068>>. Acesso em: 26 de março de 2020.

SWEDBERG, Richard. *The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers*. 2010. Disponível em: <[https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/S0733-558X\(2010\)000030A007/full/html](https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/S0733-558X(2010)000030A007/full/html)>. Acesso em: 11 de junho de 2021.

THE GLOBAL COMPACT. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2000. Disponível em: <[http://www.scribd.com/full/16876740?access\\_key=key-16pe23pd759qalbnx2pv](http://www.scribd.com/full/16876740?access_key=key-16pe23pd759qalbnx2pv)>. Acesso em: 27 de fevereiro e 2021.

UNITED NATIONS EDUCATIONAL, SCIENTIFIC AND CULTURAL ORGANIZATION. **O Programa MAB**. Disponível em: <<https://rbma.org.br/n/mab-unesco/o-programa/>> Acesso em: 11 de junho de 2021.

UNITED NATIONS. *How certain are the United Nations global population projections?* Department of Economic and Social Affairs, n. 2019/6, 2019. Disponível em: <[https://www.un.org/en/development/desa/population/publications/pdf/popfacts/PopFacts\\_2019-6.pdf](https://www.un.org/en/development/desa/population/publications/pdf/popfacts/PopFacts_2019-6.pdf)>. Acesso em: novembro 2019. Acesso em: 19 de junho de 2020.

WIGGINS, Rosalind; PIONTEK, Thomas; METRICK, Andrew. *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*. Yale Program on Financial Stability Case Study, 2014. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2588531](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2588531)>. Acesso em: 11 de junho de 2021.

WILLIAMSON, Oliver E. *Assessing Contract*. Journal of Law, Economics, & Organization, vol. 1, no. 1, 1985, pp. 177–208. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/764911>>. Acesso em: 22 de abril de 2020.

WORLD ECONOMIC FORUM. **Relatório Global de Riscos 2020**. Edição: 15, 2020. Disponível em: <<https://www.zurich.com.br/-/media/project/zwp/brazil/docs/grr/relatorio-global-de-riscos-2020--sumario-executivo.pdf>>. Acesso em: Acesso em: 11 de março de 2021.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2. ed., 2001.

ZYLBERMAN, Aron. **Estratégia e decisões devem considerar aspectos ASG para perenizar os negócios**. Revista RI, n. 236 – novembro, 2019. Disponível em: <[www.revistari.com.br/236/1536](http://www.revistari.com.br/236/1536)>.



ZYLBERSZTAJN, Décio. *Agribusiness systems analysis: origin, evolution and research perspectives*. Revista de Administração, v. 52, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.10.004>>. Acesso em: 28 de abril de 2020.

ZYLBERSZTAJN, Décio; FILHO, Cláudio A. P. Machado. **Competitiveness of meat Agri-Food Chain in Brazil**. 2001. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/profile/Decio\\_Zylbersztajn/publication/228585741\\_Competitiveness\\_of\\_meat\\_agri-food\\_chain\\_in\\_Brazil/links/0deec537a1eb6bcb30000000.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Decio_Zylbersztajn/publication/228585741_Competitiveness_of_meat_agri-food_chain_in_Brazil/links/0deec537a1eb6bcb30000000.pdf)>.

ZYLBERSZTAJN, Décio; GIORDANO, Samuel Ribeiro. **Coordenação e Governança de Sistemas Agroindustriais**. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; NEVES, Marcos Fava; CALEMAN, Silvia M. de Queiroz (Orgs). **Gestão de Sistemas de Agronegócios**. São Paulo: Atlas, 2015, p.: 01 – 22.

## APÊNDICE A – Instrumento de pesquisa

**ROTEIRO ENTREVISTA PRÉ-ESTRUTURADO**

1. Apresentação: Conte um pouco sobre você, sua trajetória profissional e seu cargo atual.
  
2. Gestora: Como foi o início da gestora? Como vocês se encontram posicionados hoje quanto segmento de produtos, time de análises, foco de investidores, patrimônio sob gestão?
  
3. Atualmente estamos observando uma crescente conscientização por parte de empresas e investidores quanto às externalidades de ações na sociedade e ambiente. O agronegócio brasileiro é um dos principais *players* globais quanto ao suprimento da demanda por alimentos, fibras e energia. Possuímos um marco legal ambiental reconhecido pelos mercados e órgãos reguladores. Porém, sua plena implementação ainda tem grandes desafios, o que gera um viés negativo especialmente com relação as mudanças climáticas e práticas de desmatamento ilegal no país.
  - 3.1 Como você vê o setor hoje e quais as expectativas sobre o agronegócio brasileiro, visto como um dos principais *players* mundiais quanto ao suprimento de demanda mundial de alimentos, fibras e energia?
  - 3.2 Qual é a posição da gestora em ativos do agronegócio? Qual foi a motivação de entrar no setor?
  - 3.3 Qual a estratégia ESG de avaliação utilizada pela gestora para investimentos no agronegócio?
  - 3.4 Com relação ao ambiental, como o fundo acompanha a fiscalização das áreas para informar aos investidores a legalidade de todas produções?
  - 3.5 Temos um *gap* no setor do agronegócio quanto a governança corporativa? Como é a estruturação quanto a este ponto na análise de investimento?
  - 3.6 Na sua opinião, quais são os desafios para as organizações do agronegócio e qual é o fator base que ainda deve ser mais trabalhado e desenvolvido para alavancar o crescimento do setor?

## APÊNDICE B – Carta apresentação da pesquisa.

Prezado(a),

Meu nome é Ritchelle Procknow, aluna do Programa de Pós-Graduação pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), no qual atualmente curso o mestrado em Administração, sob orientação do Prof. Dr. Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho.

A pesquisa possui cunho acadêmico e aborda a temática ESG em fundos de investimento que possuam posição no agronegócio. O trabalho possui a seguinte titulação: “***Environmental, Social and Governance: análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos***”, o qual possui o objetivo central em compreender a forma de investimento no setor com base de análise os princípios ESG.

Neste sentido, convido o(a) senhor(a) a me conceder uma entrevista de aproximadamente 50 minutos, contribuindo para o desenvolvimento desta pesquisa e estimulando futuras pesquisas na temática aqui abordada.

Caso o respondente não queira responder algumas das perguntas, é de total liberdade do mesmo não responde-las, e de total compreensão do pesquisador a decisão do entrevistado. As informações coletadas serão tratadas de forma sigilosa e agregadas apenas para fins de pesquisa. Os resultados serão divulgados em eventos ou publicações científicas, não sendo usados de forma prejudicial a qualquer participante direta ou indiretamente, como também serão omitidos os nomes dos entrevistados. Caso seja do interesse do entrevistado, o pesquisador poderá disponibilizar uma cópia de toda e qualquer publicação resultante da entrevista.

Desde já, agradeço sua atenção e disponibilidade em construir este estudo!

Atenciosamente,

**Ritchelle Procknow**

**Mestranda em Administração – FEA/USP**

**E-mail: procknowritchelle@usp.br**

## APÊNDICE C – TERMO DE CONSENTIMENTO

**TERMO DE CONSENTIMENTO DE LIVRE ESCLARECIMENTO.**

O(a) senhor(a) está sendo convidado(a) a participar da pesquisa “*Environmental, Social and Governance: análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos*”, pesquisa de dissertação de mestrado de Ritchelle Procknow, aluna do Programa de Pós-graduação aluna do Programa de Pós-Graduação pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), no qual atualmente curso o mestrado em Administração, sob orientação do Prof. Dr. Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho.

Ao participar desta entrevista, o(a) senhor(a) permitirá que a pesquisadora possam gravar sua voz, tendo total liberdade em recusar a participar. Os dados coletados são confidenciais e serão usados exclusivamente para gerar informações agregadas à pesquisa aqui relatada e outras publicações dela decorrentes (revistas científicas, jornais e congressos). Sua identificação será mantida em sigilo e não será revelada em nenhuma das vias de publicações das informações geradas. Qualquer outra forma de utilização destas informações será possível somente mediante sua autorização. O(a) senhor(a) não terá nenhum tipo de despesa, como também não será pago por sua participação.

Após estes esclarecimentos, solicito seu consentimento de forma livre para participar desta pesquisa.

**Consentimento livre e esclarecido**

Tendo em vista os itens acima apresentados, eu, \_\_\_\_\_, RG número \_\_\_\_\_, de forma livre e esclarecida, manifesto meu consentimento em participar da pesquisa. Declaro que recebi cópia deste termo de consentimento e autorizo a gravação da minha entrevista e a divulgação dos dados obtidos neste estudo.

São Paulo, SP

Data: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2021.

---

Assinatura do participante.

---

Assinatura do pesquisador

Ritchelle Procknow