



JÚLIA MACHADO FERREIRA

**RANKINGS DE ESG: UMA REFLEXÃO SOBRE A
INCORPORAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL
PELAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E O MERCADO DE
INVESTIMENTOS**

**LAVRAS-MG
2022**

JÚLIA MACHADO FERREIRA

**RANKINGS DE ESG: UMA REFLEXÃO SOBRE A INCORPORAÇÃO DO
DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL PELAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E O
MERCADO DE INVESTIMENTOS**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do curso de Direito, para a obtenção do título de Bacharel.

Prof. Dr. Pedro Ivo Ribeiro Diniz
Orientador

Prof^ª. Dra. Fernanda Valle Versiani
Coorientadora

**LAVRAS- MG
2022**

JÚLIA MACHADO FERREIRA

**RANKINGS DE ESG: UMA REFLEXÃO SOBRE A INCORPORAÇÃO DO
DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL PELAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E O
MERCADO DE INVESTIMENTOS**

**ESG RANKINGS: A REFLECTION ON THE INCORPORATION OF SUSTAINABLE
DEVELOPMENT BY BUSINESS SOCIETIES AND THE INVESTMENT MARKET**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do curso de Direito, para a obtenção do título de Bacharel.

APROVADA em 14 de setembro de 2022
Prof. Dr. Pedro Ivo Ribeiro Diniz
Prof^a. Dra. Fernanda Valle Versiani
Prof^a. Dra. Ana Luiza Garcia Campos

Prof. Dr. Pedro Ivo Ribeiro Diniz
Orientador

Prof^a. Dra. Fernanda Valle Versiani
Coorientadora

**LAVRAS-MG
2022**

AGRADECIMENTOS

Por muitas vezes me calei, seja por exaustão, por timidez ou simplesmente por não encontrar palavras suficientes para traduzir meus agradecimentos. Não poderia, portanto, deixar de ressaltar a importância de cada um de vocês na resiliência que me foi necessária para a concepção deste trabalho. Aos meus orientadores, Pedro e Fernanda, agradeço imensamente por todo o apoio, disposição e paciência. Sem vocês, nada disso seria possível. Agradeço, aos meus pais, Sarah, Daniel e Cacá, e também à minha família. Vocês são fonte inesgotável de acolhimento e amor. Ainda, sou eternamente grata ao meu companheiro, Mateus, que em momento algum saiu do meu lado. Você é meu acalento, força e inspiração todos os dias. À todos que de alguma forma contribuíram, mesmo que indiretamente, nessa conquista, deixo aqui o meu muito obrigada!

RESUMO

A expansão da incorporação dos ideais de sustentabilidade corporativa pelas sociedades empresárias e pelo mercado de investimentos, por meio da assimilação dos preceitos de ESG, é uma realidade em âmbito internacional. A partir disso, o presente estudo discute a utilização de rankings ESG para a metrificação dos níveis de sustentabilidade das companhias e o aproveitamento desses resultados pelo mercado de investimentos. Dessa forma, o objetivo é a compreensão da capacidade dos rankings ESG em aferir o real impacto ambiental, social e de governança gerado pelas empresas. Por meio de pesquisa bibliográfica, verifica-se que as nuances atuais das metodologias dos rankings ESG são incapazes de determinar os níveis reais de sustentabilidade das companhias, estabelecendo a constatação de que seu funcionamento possui maior eficácia enquanto guia de investimentos.

Palavras-chave: ESG; Sustentabilidade Corporativa; Rankings; Metrificação; Mercado de Investimentos;

ABSTRACT

The expansion of corporate sustainability ideals' incorporation by business companies and the investment market through the assimilation of ESG precepts is an international reality. Based on this, the present study discusses the metrification carried out by the ESG rankings of the companies' sustainability levels and the use of these results by the investment market. Thus, the objective is to understand the ability of ESG rankings to assess the real environmental, social and governance impact generated by companies. Through bibliographic research, it appears that the current nuances of the methodologies of ESG rankings are unable to determine the real levels of sustainability of companies, establishing the finding that their operation is more effective as an investment guide.

Keywords: ESG; Corporate Sustainability; Rankings; Investment Market;

LISTA DE SIGLAS

AMWG - Grupo de Trabalho de Gestão de Ativos

CRS - Corporate Social Responsibility

ESG - Environmental, Social and Governance

GISR - Global Initiative for Sustainability Ratings

PRI - Principles for Responsible Investment

SASB - Sustainability Accounting Standards Board

SRI - Socially Responsible Investing

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	ESG: EVOLUÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO DO TERMO	9
3	TEORIA DE <i>STAKEHOLDERS</i> E SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA	12
3.1	DEMANDA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>	14
4	ANÁLISE DE DADOS E VISUALIZAÇÃO DE RESULTADOS CORPORATIVOS	17
4.1	AGÊNCIAS DE AVALIAÇÕES FINANCEIRAS: O DESENVOLVIMENTO DE RANKINGS	19
5	RANKINGS ESG: INCORPORAÇÃO DO PRODUTO ESG PELO MERCADO	22
5.1	METODOLOGIA DOS RANKINGS ESG	25
5.1.1	MORGAN STANLEY CAPITAL INTERNATIONAL - MSCI	27
5.1.2	SUSTAINALYTICS	28
5.2	PRINCIPAIS IMPLICAÇÕES	29
6	CONCLUSÃO	33
	REFERÊNCIAS	34

1 INTRODUÇÃO

A chamada “nova onda” ESG (*Environmental, Social and Governance*), que contempla a análise da implementação de práticas voltadas para quesitos ambientais, sociais e de governança corporativa das empresas, se apresenta como alternativa cada vez mais utilizada na busca pelo desenvolvimento sustentável. Em conjunto a este fenômeno, evidencia-se também um aumento na demanda, pelos *stakeholders*, por geração de resultados mais sustentáveis das companhias no mundo moderno, fazendo com que a implementação do conceito seja absorvida de forma mais intensa pelo mercado.

A partir disso, buscando compreender em que nível cada empresa se compromete com os pilares ESG em seu cotidiano e crescimento, agências de classificação financeira passaram a incorporar os chamados “rankings ESG” na lista de produtos oferecidos ao mercado. Diante deste contexto, o presente estudo objetiva compreender como se dá a implementação dos rankings ESG pelo mercado financeiro, visando entender se os resultados alcançados por eles podem ser utilizados como instrumento de metrificação real do impacto das empresas no meio ambiente e na sociedade, transmitindo a realidade plena de níveis de sustentabilidade dentro de uma companhia.

Dessa maneira, analisa-se, por meio da pesquisa bibliográfica, se os dados de crescimento do mercado de rankings se comunicam com a demanda dos *stakeholders* para a alavancagem do desenvolvimento sustentável. Busca-se também estimar o objetivo das metodologias aplicadas pelos atuais rankings ESG e, portanto, da utilização dos resultados alcançados pelo mercado financeiro.

A base metodológica utilizada para o desenvolvimento deste presente trabalho se deu a partir da revisão bibliográfica de diversos estudos renomados que, principalmente, tiveram alguma forma de conexão com o conceito ESG.

Para compreensão dos temas abordados, o presente estudo voltou-se a retratar, em sua primeira seção, o desenvolvimento do termo ESG desde o ano de 2004, principalmente quando relacionado ao contexto empresarial, evidenciando o interesse em sua assimilação por parte dos meios acadêmico, corporativo e social internacional.

Em um segundo momento, há uma introdução relativa ao reconhecimento do sistema de *stakeholders* na atual conjuntura empresarial internacional e como tal fator se comunica diretamente com a adoção dos preceitos ESG pelas empresas, principalmente como resposta às demandas levantadas pelos *stakeholders*.

No tópico seguinte, explora-se a necessidade de análise e reprodução de forma mais sucinta e visual dos resultados gerados pelas empresas, a fim de que a população consiga se

orientar e compreender as ações corporativas realizadas por cada companhia. O contexto de evolução das agências de avaliações financeiras também é explorado no subtópico posterior, evidenciando a aplicabilidade do sistema de rankings.

Mais adiante, no quarto tópico, busca-se destrinchar a adoção do ranqueamento ESG como produto relevante ao mercado financeiro, analisando os benefícios e malefícios na utilização do método de rankings para visualização de resultados pretendidos pelos *stakeholders*. Por conseguinte, aborda-se a estrutura de análise aplicada pelos rankings ESG de diferentes empresas, com exemplificação mais detalhada de dois deles: MSCI e Sustainalytics. Os métodos de ranqueamentos explorados foram retirados de estudos sobre as agências de avaliação ESG mencionadas, uma vez que a exposição de suas diretrizes não é amplamente divulgada pelas próprias agências.

Assim, a partir da explicação e aprofundamento nas nuances das metodologias utilizadas pelas agências de avaliação é que, na última seção, busca-se verificar as implicações dos rankings ESG na elucidação dos reais níveis de desenvolvimento sustentável pelo mundo corporativo.

2 ESG: DESDOBRAMENTOS HISTÓRICOS E CONTEXTUALIZAÇÃO DO TERMO

O termo ESG, referente à “*Environmental, Social and Governance*”, foi marcado principalmente pelo relatório “*Who Cares Wins*”, no ano de 2004, realizado pela iniciativa Pacto Global, da ONU. O Pacto Global, tem como principal objetivo a consolidação e incentivo da adoção, por empresas, de princípios e políticas que visem a responsabilização social, ambiental e de governança.

Conforme divulgado em *website* oficial do Pacto Global Rede Brasil, o termo foi utilizado pelo secretário-geral da ONU, Kofi Annan, buscando promover a discussão sobre a importância dos cuidados, principalmente dentro do setor empresarial e financeiro, com as três áreas mencionadas: ambiental, social e governança, tendo como foco os CEOs de grandes instituições. O relatório foi desenvolvido com a participação de vinte instituições financeiras, de nove países diferentes, que juntas contavam à época com mais de 6 trilhões de dólares de ativos totais sob gestão. O intuito por trás do fomento da discussão para diretores executivos ao redor do mundo, se apoiou no entendimento de que a adoção de quesitos e critérios de responsabilidade sócio-ambiental pelo mercado de capitais levaria ao desenvolvimento de mercados mais sustentáveis, trazendo, conseqüentemente, retornos mais positivos às sociedades em que estão inseridos. Assim, é elucidado no relatório:

As instituições que endossam este relatório estão convencidas de que, em um mundo mais globalizado, interconectado e competitivo, a forma como as questões ambientais, sociais e de governança corporativa são gerenciadas faz parte da qualidade geral da gestão das companhias, necessária para competir com sucesso. Companhias que apresentam melhor desempenho nessas questões podem aumentar o valor para o acionista, por exemplo, gerenciando adequadamente os riscos, antecipando a ação regulatória ou acessando novos mercados, ao mesmo tempo em que contribuem para o desenvolvimento sustentável das sociedades em que atuam. Além disso, essas questões podem ter um forte impacto na reputação e nas marcas, uma parte cada vez mais importante do valor da companhia (PACTO GLOBAL, 2004, tradução nossa).¹

Além disso, a publicação do relatório Freshfield, de outubro de 2005, elaborado pela iniciativa financeira da ONU para o meio ambiente, UNEP-FI, buscou dispor sobre a relevância da utilização dos fatores ESG no meio financeiro. A UNEP-FI, conforme descrito no próprio documento, contava na época de sua divulgação com a participação de 170 instituições financeiras signatárias com a intenção de identificar e de promover a aplicação de práticas relacionadas ao meio ambiente, à sustentabilidade e ao desempenho financeiro em todos os níveis de operação das instituições financeiras. Atualmente, em 2022, segundo o website da iniciativa, o UNEP-FI acumula mais de 4 mil signatários.

O relatório Freshfield trata-se de uma análise legal realizada pelo escritório internacional de advocacia Freshfields Bruckhaus Deringer, com foco principal nos questionamentos levantados pelo Grupo de Trabalho de Gestão de Ativos (AMWG) do UNEP-FI, relativos à materialidade das questões ambientais, sociais e de governança (ESG) para a avaliação de títulos financeiros. De acordo com o disposto no relatório, o seu propósito foi assim definido:

Nosso objetivo ao preparar este relatório foi responder à seguinte pergunta feita pelo AMWG: 'A integração de questões ambientais, sociais e de governança na política de investimento (incluindo alocação de ativos, construção de portfólio e seleção de ações ou de títulos) é voluntariamente permitido, legalmente exigido ou impedido por lei e/ou regulamento, principalmente no que diz respeito aos fundos de pensões públicos e privados, e secundariamente às reservas das companhias de seguros e fundos mútuos?' Também fomos solicitados a identificar quaisquer equívocos comuns contra essa integração. Ao levantar esta questão, o AMWG indicou que deseja entender se a visão comum de que os deveres fiduciários exigem

¹ No original: “*The institutions endorsing this report are convinced that in a more globalised, interconnected and competitive world the way that environmental, social and corporate governance issues are managed is part of companies’ overall management quality needed to compete successfully. Companies that perform better with regard to these issues can increase shareholder value by, for example, properly managing risks, anticipating regulatory action or accessing new markets, while at the same time contributing to the sustainable development of the societies in which they operate. Moreover, these issues can have a strong impact on reputation and brands, an increasingly important part of company value.*”

que um gestor de carteira apenas busque a maximização do lucro é uma interpretação correta da lei ou se agir no interesse dos beneficiários também pode incorporar outros objetivos. Esses objetivos podem incluir a criação de condições institucionais e sociais que favoreçam, a longo prazo, os interesses dos beneficiários, como a proteção do meio ambiente. O AMWG também apontou que diferentes horizontes temporais de investimento podem ditar diferentes análises e estratégias de investimento, em que riscos de longo prazo, como riscos associados a danos ambientais, serão mais relevantes para investidores de longo prazo, e questionou até que ponto a lei reconhece isso. (tradução nossa).²

Dessa maneira, com o objetivo de inclusão ativa e constante dos tópicos ambientais, sociais e de governança para a prática de investimentos socialmente responsáveis, enfatiza-se o interesse também na compreensão de que modo, em longo prazo, tal prática poderia também trazer retornos financeiros aos interessados. A possibilidade de que a utilização de métricas sustentáveis pudesse gerar retornos financeiros e de desenvolvimento social, fizeram com que o termo ESG se popularizasse cada vez mais.

Enquanto isso, em âmbito acadêmico internacional, a curiosidade sobre a temática ESG e sua vinculação às empresas é igualmente despertada, principalmente a partir do surgimento de fatores como o estabelecimento de sistemas de avaliação ESG, padrões de divulgação ESG pelas empresas e o sistema de índices ESG para guiar investidores, que serão melhor abordados mais à frente.

Alguns exemplos de obras produzidas ao longo dos anos e que evidenciam a atualidade do tema e sua evolução a partir de 2004, abarcando o tópico de investimento responsável diretamente conectado aos parâmetros ambientais, sociais e de governança (ESG) envolvem temáticas como: o interesse crescente de investidores na adoção de princípios de investimentos sustentáveis (OULTON, 2006); a comparação entre fundos geridos em constância com princípios sustentáveis e fundos convencionais (KOELLNER, 2008); o comportamento e objetivos de investidores socialmente responsáveis (STATMAN, 2008); as

² No original: “Our objective in preparing this report was to answer the following question put to us by the AMWG: ‘Is the integration of environmental, social and governance issues into investment policy (including asset allocation, portfolio construction and stock-picking or bond-picking) voluntarily permitted, legally required or hampered by law and regulation; primarily as regards public and private pension funds, secondarily as regards insurance company reserves and mutual funds?’ We have also been asked to identify any common misconceptions against such integration. In raising this question, the AMWG has indicated that it wishes to understand whether the commonly held view that fiduciary duties require a portfolio manager solely to pursue profit maximisation is a correct interpretation of the law or whether acting in the interests of beneficiaries can also incorporate other objectives. Those objectives might include the creation of institutional and societal conditions that favour, in the long term, the interests of beneficiaries, such as protecting the environment. The AMWG has also pointed out that different investment time horizons may dictate different investment analyses and strategies, in that long-term risks, such as risks associated with environmental damage, will be more relevant for long-term investors, and have asked to what extent the law recognises this.”

origens das práticas de investimento que integram a consideração de questões ESG (ECCLES, 2011), perspectivas dos principais condutores da sustentabilidade corporativa (LOZANO, 2013); entre outros.

O progresso da utilização do termo em níveis empresariais também teve sua conexão direta com o indicador PRI (Princípios do Investimento Sustentável), desenvolvido a partir da rede internacional de investidores, também de responsabilidade da UNEP-FI. Conforme descrito em documento da própria ONU, o PRI objetiva esclarecer e estabelecer maior compreensão das “implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança, além de oferecer suporte para os signatários na integração desses temas com suas decisões de investimento e propriedade de ativos” (ONU, 2020). Atualmente, o aumento da relevância da utilização do ESG no meio empresarial para a incorporação do desenvolvimento sustentável segue em constante crescimento desde 2006 (ONU, 2020).

Com isso, começa a se delinear o contexto de evolução não apenas do termo ESG, mas de sua aplicação prática na realidade das empresas e do mercado financeiro. A partir do impulso por parte de grandes organizações mundiais, pelos estudos produzidos ao redor do mundo e pela popularização de demandas voltadas aos interesses sócio-ambientais por parte do público, o que será discutido mais à frente, é que se torna necessária a compreensão dos métodos utilizados para a implementação e avaliação dos níveis de cuidado ambiental, social e de governança em uma rotina empresarial.

3 TEORIA DE *STAKEHOLDERS* E SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

A influência de diferentes grupos que compõem a sociedade na reformulação de ações e decisões tomadas pelas empresas não ocorre por mera coincidência. O processo de implementação de modelos de gestão passa por uma pré-elaboração minuciosa realizada pelos executivos, focada em entender quais as funções e objetivos de cada companhia. A partir disso, encara-se duas principais teorias que orientam a administração de empresas: teoria da maximização da riqueza dos acionistas, conhecida como “Teoria de Shareholder” e a que defende o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, chamada de “Teoria de *Stakeholders*”. Nesse sentido,

duas funções-objetivo da corporação se destacam na literatura de Administração de Empresas para responder a essas questões: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, que defende que as decisões corporativas sejam tomadas visando sempre maximizar o valor da empresa, e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, que defende que as decisões sejam tomadas para equilibrar e satisfazer os interesses de todos os

públicos envolvidos com a corporação (SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2004, p.36).

A compreensão da existência dos dois modelos descritos é essencial para entendermos a forma com que a assimilação dos conceitos ESG foi realizada pelos mercados modernos. Além disso, busca-se compreender por que a tomada de decisões das empresas considera interesses externos.

Com o passar dos anos, entende-se que a Teoria dos *Shareholders*, na qual há apenas a busca econômica, deixou de ser a única adotada e passou a dividir espaço com um novo entendimento da relação entre empresa e sociedade. Dessa maneira, identifica-se um crescimento da corrente doutrinária que exalta o papel social das empresas, a partir da iniciativa de integração dos *stakeholders*, definidos por Freeman (1984) como qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar a obtenção dos objetivos organizacionais ou que é afetado pelo processo. Assim, destacando de maneira mais visual, Bazanini et al. (2020) apresentam o seguinte esquema:

Figura 1



Fonte: Bazanini, et al. (2020).

A partir do entendimento de que, no cenário moderno, as empresas não poderiam ser consideradas autossuficientes, uma vez que dependiam e eram impactados por grupos relacionados a organização para a gerência dos negócios (BAZANINI et al., 2020), é que a teoria dos *stakeholders* se estabeleceu de forma mais profunda.

Assim, em um contexto onde se apresentou um crescimento do interesse dos *stakeholders* com os quesitos ESG, automaticamente houve também a preocupação das empresas em suprir a demanda apresentada por eles, visando uma melhor gestão e alavancagem corporativa, seguindo os rumos de uma sustentabilidade corporativa.

No presente estudo, utiliza-se o conceito de sustentabilidade corporativa a partir do elucidado por Lozano (2011), sendo essa considerada como o conjunto de ações tomadas por empresas que possuam relação com a contribuição para um equilíbrio baseado na sustentabilidade, abordando, assim, dimensões ambientais, sociais e econômicas a curto e longo prazo, concomitantemente à realidade dos sistemas empresariais de produção, organização, gestão, estratégia, comunicação, comercial, marketing e interesse dos *stakeholders*.

Conforme elucidado por Zamcopé, Ensslin e Ensslin (2012), a sustentabilidade corporativa tem como objetivo final o movimento quanto à responsabilidade empresarial para a implementação dos padrões de desempenho sustentável demandados pelas expectativas dos *stakeholders* e demais grupos de interesse (BHIMANI; SOONAWALLA, 2005). Com isso, é que se compreende a dimensão do papel tomado pelo público, principalmente investidores e demais *stakeholders*, para a absorção do conceito ESG pelas empresas.

O fomento, nos últimos anos, de discussões relacionadas principalmente à realidade ambiental e social ao redor do mundo gerou também um aumento na busca das companhias e empresas pelo alcance da sustentabilidade corporativa. Por consequência, a sua efetivação não é passível de aplicação sem que as áreas ambiental, social e de governança sejam cautelosamente observadas.

3.1 DEMANDA DOS STAKEHOLDERS

Para análise do impacto gerado pela mudança de mentalidade social em relação a implementação da sustentabilidade corporativa, este estudo utilizará da definição proposta em Freeman (1984) para a definição de “*stakeholders*” como sendo “qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou pode ser afetado pela realização dos objetivos da empresa”. Ou seja, investidores, sociedade, fornecedores, clientes, órgãos governamentais e não-governamentais, colaboradores, gestores, proprietários, sócios, todos fazem parte da concepção de *stakeholders*. Dessa forma, busca-se elucidar a forma com que tais grupos e indivíduos possuem força nos rumos tomados pelas companhias do setor privado, impactando diretamente na posição delas no mercado financeiro e parte do motivo pelo qual tentam se encaixar de forma positiva nos ranqueamentos ESG atualmente.

A partir de uma mudança na visão da sociedade perante a importância das temáticas voltadas para questões ambientais, sociais e de governança, origina-se um entendimento coletivo sobre o papel e responsabilidade das empresas na solução de problemas derivados delas. Dessa forma,

o setor empresarial [...] tem um papel fundamental a desempenhar por sua capacidade de mobilização de recursos, seu poder econômico e político, sua responsabilização pelas questões sociais e ambientais e seu potencial de utilizar todos os recursos financeiros e tecnológicos disponíveis para desenvolver ações inovadoras que possam ser replicadas por outros atores sociais (YOUNG, 2004, p. 300)³

Nesse sentido, observando a grande influência das companhias dentro do sistema socioeconômico global é que se justifica a demanda pela assunção de responsabilidade por parte delas. Assim, não é difícil encontrar relatos de cobranças por parte do apelo comunitário em relação a decisões insustentáveis tomadas por empresas ao redor do mundo. Tais ações, muitas vezes chamadas de “boicote” visam pressionar as grandes companhias a reverem determinadas decisões que possam vir a contrariar preceitos ambientais, sociais ou de governança.

Essas situações já foram vividas por diversas marcas, dentre elas a Nike, a partir da divulgação pela imprensa internacional sobre a utilização de mão-de-obra infantil asiático em sua cadeia de produção, gerando quase que instantâneo boicote do público aos seus produtos (BUSH; RIBEIRO, 2009). Outros casos de pressão por parte da sociedade relativa a práticas insustentáveis afetaram de forma intensa as marcas Coca-Cola e Shell:

Por pressão de boicote de universidades americanas e canadenses, a Coca Cola teve que rever sua atuação na Colômbia no que diz respeito à violação de direitos humanos, uma vez que os contratos e produtos da Coca Cola foram banidos de 20 universidades naqueles dois países (KREYRE, 2006 citado por PALLAZO; BASU, p. 338-339). Já a Shell perdeu entre 10 e 15 milhões de dólares por dia no ano de 1999 pelo fato dos consumidores terem boicotado a empresa pelo famoso caso Brent Spar (KNIGHT; PRETTY, 2000). O Green Peace apurou também que a Shell perdeu 7% de participação de mercado depois de não aderir ao Protocolo de Kyoto (AAKER citado por CRUZ, 2011, p. 9).

Em um caso mais recente, a comoção do público com o assassinato de um homem negro por dois seguranças de uma unidade do supermercado Carrefour, em Porto Alegre, Rio Grande do Sul, no dia 19 de novembro de 2020, gerou uma movimentação massiva de boicote à rede de supermercados, com divulgação principalmente pelas redes sociais. O pedido de boicote ao Carrefour alcançou, no dia seguinte ao ocorrido, os assuntos mais comentados na rede social Twitter, por meio das hashtags “#juticaporbeto” e “#VidasPretasImportam”. Após

³ No original: “*The corporate sector (...) also has a fundamental role to play because of its ability to mobilize resources, its economic and political power, its co-responsibility for social and environmental issues, and its potential to use all available financial and technological resources to develop innovative actions that might be replicated by other social players.*”

os protestos intensos, as ações do Carrefour Brasil representaram uma das maiores quedas do Ibovespa, tendo uma queda de 5,35% dos papéis da empresa (RIZÉRIO, 2020).

Também em contexto nacional, a pesquisa *Global Positioning on Sustainability* (GPS), sobre a percepção do público brasileiro em relação a ESG, realizado pela iniciativa “Walk the Talk” das empresas La Maison e CONEXT, avaliou que 94% dos brasileiros acreditam que empresas podem ser agentes de mudança e 20% realizam boicote a marcas que não são consideradas responsáveis e sustentáveis.

A nível de investidores, a integração de ESG é uma realidade na tomada de decisões relativas a investimentos. Nesse sentido, explicam:

Embora tradicionalmente os investidores fossem vistos apenas como interessados em proteger seus lucros, tornou-se óbvio que os próprios investidores podem atuar como impulsionadores da mudança institucional em direção à RSC (Hutton et al., 1998). A prática do investimento socialmente responsável (SRI) visa mudar o contexto institucional para as empresas, permitindo que os investidores empreguem telas negativas e positivas que penalizam as empresas que não cumprem as normas de RSE, beneficiando as empresas que o fazem (HOCKERTS; MOIR citado por AVETISYAN; HOCKERTS, 2016, p.2 , tradução nossa).⁴

Ainda, o relatório de pesquisa “Investing for a Sustainable Future”, do MIT, evidência de modo intenso a utilização dos parâmetros ESG por investidores:

Mais de 60% dos investidores pesquisados acreditam que empresas com sólido desempenho em sustentabilidade apresentam menor risco de investimento do que empresas sem esse tipo de desempenho. E quase 60% dos investidores acreditam fortemente que um sólido histórico de sustentabilidade reduz o custo de capital de uma empresa. Talvez o mais importante seja que os investidores acreditam que um bom desempenho de sustentabilidade é um sinal de gestão eficaz. [...] Quase metade de todos os investidores pesquisados — 44% — dizem que um desempenho de sustentabilidade ruim é um fator decisivo; eles não investirão em uma empresa com baixo desempenho em sustentabilidade. Quase 60% dos membros do conselho de empresas de investimento dizem que estão dispostos a se desfazer de empresas com baixo desempenho em sustentabilidade (MIT, 2016, p. 7, tradução nossa).⁵

⁴ No original: “While traditionally investors were seen as only being interested in protecting their profits, it has become obvious that investors themselves can act as drivers of institutional change towards CSR (Hutton et al., 1998). The practice of socially responsible investing (SRI) aims to change the institutional context for firms by allowing investors to employ negative and positive screens that penalize firms which do not abide by CSR norms while benefiting firms that do.”

⁵ No original: “More than 60% of surveyed investors believe that companies with a solid sustainability performance are less of an investment risk than are companies without that kind of performance. And nearly 60% of investors strongly believe that a solid sustainability track record lowers a company’s cost of capital. Perhaps most important, investors believe that good sustainability performance is a sign of effective management. [...] Nearly half of all surveyed investors — 44% — say that poor sustainability performance is a deal breaker; they won’t invest in a company with poor sustainability

Dessa maneira, é também possível perceber a resposta dos gestores e executivos às decisões de investimento tomadas pelos investidores a partir da observação de preceitos ESG, e de boicote, pelo público, nos casos de performances desviantes das premissas mínimas de sustentabilidade corporativa. O gráfico abaixo, apresentado pelo relatório de pesquisa “Investing for a Sustainable Future” auxilia a elucidar a situação, mostrando que 57% dos membros de conselho, 48% dos alto executivos e 45% dos gerentes acreditam que suas empresas desconsideram o investimento em companhias que possuem um baixo desenvolvimento sustentável:

Figura 2



Fonte: *Research Report Investing for a Sustainable Future* (2016).

Retomando ao conceito utilizado por Freeman (1971) para a conceituação de *stakeholders*, é de extrema relevância a adoção de atitudes mais alinhadas ao interesse dos *stakeholders* externos (sociedade, investidores, etc) e ao julgamento crítico e organizacional dos *stakeholders* internos (gestores, colaboradores, executivos, etc) por parte das companhias. Para isso, é que se faz de extrema pertinência a utilização de ferramentas que auxiliem a visualização dos níveis de adequação de empresas aos componentes sustentáveis ESG.

4 ANÁLISE DE DADOS E VISUALIZAÇÃO DE RESULTADOS CORPORATIVOS

As movimentações ou omissões realizadas por empresas trazem impactos em seus caminhos de gestão e de crescimento, podendo ser tanto positivos quanto negativos. A partir disso, com a geração de dados referentes a tais movimentações ou omissões, é possível

performance. Nearly 60% of investment firm board members say they are willing to divest from companies that have poor sustainability performance”

verificar a quantificação e, posteriormente, a visualização dos resultados corporativos referentes a diversos temas.

A divulgação dos resultados obtidos por determinada empresa faz parte não apenas de boas práticas empresariais, como também de estratégia de negócio, intensificação da ética corporativa e de melhoria no sistema de governança, sendo esta um dos pilares do ESG. Dessa forma, Pontes et al. (2018) disserta:

Moreira (2002) sugere que uma grande parte da literatura sobre Ética nos negócios traz perspectiva de que a adoção de comportamentos éticos pode gerar lucros para as empresas que assumem a ética como estratégia, e dessa forma, podem auferir vantagem competitiva no mercado. Esse entendimento é compartilhado por Swiatkewicz (2009), ao afirmar que muitos pesquisadores se posicionam no sentido de que a ética e a Responsabilidade Social Empresarial podem ser potencializadores de lucro nas organizações. [...] A ética e a responsabilidade social podem se tornar aliadas do negócio e serem instrumentos para o sucesso da organização como ferramenta estratégica. Não apenas comportamentos adotados, a fim de atender às pressões externas de consumidores e comunidades. A ética deve ser uma escolha, que agrega valor para empresa e pode influenciar a cultura organizacional (PONTES et al., 2018, p. 316).

Dessa maneira, diversos métodos são explorados pelas companhias principalmente para que possam exibir seus níveis de conformidade, podendo se traduzir em relatórios, fórmulas, entre outras opções. A adoção de tal medida, permite que os *stakeholders* possam visualizar de forma mais organizada os resultados obtidos por cada empresa.

Porém, a divulgação dos resultados pelas próprias companhias, muitas vezes elencam apenas os resultados positivos ao empreendimento. Com a possibilidade dessa ausência de transparência por parte das empresas, o público se vê compelido a utilizar outras formas de se manter informado sobre os demais fatos e dados que possam complementar sua análise de uma organização.

A partir da compreensão dos fatores relacionados às companhias, os *stakeholders* passam a obter maior consciência sobre elas, determinando suas ações em níveis financeiros, de investimento, sociais, de consumo, etc. Resta, com isso, caracterizada a importância da existência de mecanismos que facilitem o consumo e visualização dos dados de uma empresa.

Assim, atualmente, a utilização do método de rankings vem sendo a ferramenta mais explorada por stakeholders para determinar suas decisões financeiras, uma vez que permite uma melhor visualização de riscos, principalmente para elucidar os benefícios e malefícios de várias opções de investimentos. A visualização de dados por meio dos rankings é fornecida,

há décadas, por agências de classificação, focadas em analisar os dados e informações sobre empresas e ativos, atribuindo níveis de risco a cada uma delas.

4.1 Agências de Avaliações Financeiras: o desenvolvimento de Rankings

As opiniões sobre as agências de avaliação financeira e seus impactos no mercado e na sociedade se dividem em diversos pontos. Inicialmente, precisamos entender que elas desempenham uma função importante no sistema econômico, funcionando como intermediários de reputação. Sua importância no meio financeiro se dá também pelo peso que representam na tomada de decisões do público, que age conforme os resultados divulgados por elas (SINCLAIR, 2010).

Apesar de desempenharem um papel tão significativo, há também estudos que destacam os pontos negativos em uma confiança exacerbada no sistema de avaliações de risco. Um dos maiores exemplos dessa visão se baseia na responsabilidade atribuída às agências pela crise financeira de 2008.

O entendimento mais difundido é que, por uma questão de conflito de interesses, as agências de avaliação financeira, após análises, tiveram acesso aos resultados de risco crítico de diversas empresas, porém não as divulgaram. Isso teria ocorrido pelo fato de que as avaliações eram pagas justamente pelas empresas avaliadas, que barraram a divulgação dos resultados negativos. Assim,

a principal crítica discreta às agências que se seguiram ao início da crise do subprime é que os ratings foram defeituosos e não alertaram os possíveis problemas futuros por causa dos incentivos perversos criados por um conflito de interesses no cerne do modelo de negócios adotado pelas agências. A ideia é que, como as agências de classificação de risco são financiadas por taxas pagas pelos emissores ou vendedores de títulos, elas têm fortes incentivos para inflar as classificações para agradar seus clientes. Tanto a imprensa financeira, como a popular, trataram a observação de que as agências de classificação foram financiadas por aqueles que classificam como uma revelação escandalosa (Wighton, 2009; Baker 2009: 100). [...] A ideia aqui é que os conflitos de interesse significam que o mercado recebe menos informações ou informações de qualidade inferior do que deveriam. Dentro de termos concretos, a inferência é que o pagamento de taxas por emissores compromete a relação entre as agências e investidores que usam os ratings como parte de sua tomada de decisão. As agências são assumidas em essas circunstâncias para emitir classificações menos críticas do que emitiram em outras circunstâncias (WIGHTON, Baker citado por SINCLAIR, 2010, p. 7, tradução nossa).⁶

⁶ No original: “*The major discrete criticism of the agencies that followed the onset of the subprime crisis is that ratings were defective and did not warn of trouble ahead because of the perverse incentives created by a conflict of interest at the heart of the business model adopted by the agencies. The idea is that because rating agencies are funded by fees paid by issuers or sellers of securities they have strong incentives to inflate ratings to please their customers. The financial and popular press*

Embora existam críticas às agências de avaliação financeira, a função e utilização de seus pareceres ao longo dos anos é incontestável no mercado, o que será verificado em seguida em análise de seu desenvolvimento.

Assim, atualmente, conta-se com seis principais tipos de classificação financeira realizadas por tais agências de avaliação, por meio do método de rankings, sendo elas: crédito, seguros de vida, fundos mútuos, créditos governamentais, governança corporativa e sustentabilidade.

Identificada como uma das primeiras a surgir no mercado e tendo o objetivo de avaliar riscos em transações, as agências de classificação de crédito tiveram grande papel na popularização da prestação de serviços de ranqueamentos ao redor do mundo. Apesar de inicialmente terem sua aparição nos Estados Unidos, atualmente é possível localizar a atuação de várias agências em diversos países, tendo alta influência na tomada de decisões no mercado financeiro global. Assim,

as agências de classificação são empresas de serviços profissionais que avaliam a qualidade de crédito dos mutuários e comunicam essas informações aos investidores. Na maior parte do tempo, desde seu início modesto nas primeiras décadas do século 20, as agências de classificação limitaram suas atividades aos mercados financeiros nos Estados Unidos. A globalização dos mercados financeiros na década de 1990 trouxe novas oportunidades. As agências de classificação agora classificam os mutuários em todo o mundo por meio de sua rede global de subsidiárias locais. A consciência pública de sua existência aumentou em conformidade. [...] Após a globalização dos mercados financeiros, as agências de rating parecem ter substituído os Estados como uma das forças mais significativas que influenciam o fluxo global de crédito (KERWER, 2002, p. 40, tradução nossa).⁷

Dessa forma, a partir da globalização dos mercados e do próprio método de avaliação de riscos financeiros, o público geral de investidores se tornou mais habituado com a

alike treated the observation that rating agencies were funded by those they rate as a scandalous revelation (Wighton, 2009; Baker 2009: 100). The idea here is that conflicts of interest mean the market gets less information or lower quality information than otherwise. In concrete terms, the inference is that payment of fees by issuers compromises the principle-agent relationship between the agencies and investors who use ratings as part of their decision-making. The agencies are assumed in these circumstances to issue less critical ratings than they otherwise would."

⁷ No original: "Rating agencies are professional service firms that assess the creditworthiness of borrowers and communicate that information to investors. For most of the time since their modest beginning in the early decades of the 20th century, rating agencies limited their activities to the financial markets in the United States. The globalisation of financial markets in the 1990s brought about new opportunities. Rating agencies now rate borrowers world-wide through their global net of local subsidiaries. Public awareness of their existence has increased accordingly. (...) After the globalization of financial markets, rating agencies are seen to have replaced states as one of the most significant forces influencing the global flow of credit."

utilização de serviços de avaliação pelo método de rankings para guiar suas operações financeiras e aplicações em investimentos. O impacto e importância gerados pela criação de tal hábito foi tão intensa para a aceleração do mercado financeiro, que as agências de avaliação e seus rankings passaram a se tornar verdadeiros alicerces no desenvolvimento econômico mundial. Esta fundamentação é reforçada por Kerwer (2002, p. 43, tradução nossa):

As agências de classificação são guardiãs dos mercados, especialmente os mercados de títulos, mas também o mercado de títulos lastreados em ativos. [...] Ao condensar as contingências altamente complexas do risco de crédito em uma única medida, as agências de classificação contribuem para transformar a incerteza em risco calculável. Sem as agências de rating, os investidores teriam que analisar cada oportunidade de investimento individualmente. Para grandes investidores institucionais, isso seria difícil. Como eles precisam diversificar seu portfólio investindo em muitos títulos diferentes, é difícil acumular conhecimento adequado sobre cada um deles. Assim, ressaltam os economistas, as agências de classificação de risco contribuem para a eficiência dos grandes e líquidos mercados de títulos ao reduzir os custos de transação que surgem entre tomadores e credores. Seu papel constitutivo na criação de mercados financeiros globais tornou-se visível na década de 1990, quando grandes fluxos de capital para economias de mercado emergentes foram precedidos pela publicação de classificações de crédito para esses mercados.⁸

Para fins de elucidação, ressalta-se que as agências, normalmente, possuem seu método de atuação a partir da classificação do risco do ativo ou da companhia fornecedora dele. Assim, via de regra, são desenvolvidas escalas comparáveis, com notas que variam de “AAA”, significando risco muito baixo, à “C”, para risco muito alto (KERWER, 2002). Logo, se torna possível ranquear os riscos de cada operação, conforme o mutuário envolvido nelas.

A partir da avaliação que, a depender do objeto a ser analisado, pode ser sobre o ativo em si ou sobre a própria empresa, e da utilização desses resultados pelos investidores para guiar suas tomadas de decisões, as companhias passam a visar a modificação de suas estratégias com a intenção de se adaptar e melhorar suas notas.

⁸ No original: “Rating agencies are gatekeepers for markets, especially bond markets but also the market for asset-backed securities. [...] By condensing the highly complex contingencies of credit risk into a single measure, rating agencies contribute to transforming uncertainty into calculable risk. Without rating agencies, investors would have to analyse each investment opportunity individually. For large institutional investors, this would be difficult. Since they need to diversify their portfolio by investing in many different securities, it is hard to accumulate adequate knowledge on each. Thus, economists point out, rating agencies contribute to the efficiency of large and liquid bond markets by reducing transaction costs that arise between borrowers and lenders. Their constitutive role in setting up global financial markets became visible in the 1990s when large capital flows into emerging market economies were preceded by the publication of credit ratings for these markets.”

As classificações, especialmente de seguros e de crédito, como solvência e risco, são extremamente importantes para as empresas porque, em última análise, as classificações afetam quais produtos elas podem comprar ou vender, em quais mercados e a que preços (CANTOR; PACKER, 1995). Por exemplo, a classificação de crédito que uma empresa recebe determinará com quais parceiros comerciais ela lidará, o custo de seu capital e, finalmente, a lucratividade e o valor de mercado da empresa. Não deve ser surpresa que as empresas modifiquem seu comportamento para se adequar a uma pontuação mais alta nesses tipos de classificações (FINCH, 2002, p. 13, tradução nossa).⁹

Atualmente, apesar de diversas agências fazerem parte do escopo global, o trio *Standard & Poor's (S&P Global)*, *Moody's* e *Fitch Ratings*, conhecido como “*Big Three*”, compõe o cenário com certo domínio. Mais a frente, veremos que as citadas agências passaram a integrar o ranking ESG aos seus produtos de avaliação ofertados ao mercado.

Nesse sentido, o esclarecimento da função e desempenho dessas agências financeiras, tendo a de análise de crédito como referência primária, é de estimada importância para o entendimento do que hoje vem a ser as agências de avaliação ESG, também chamadas de “*ESG ratings*”. Isso se deve ao fato de que, como anteriormente mencionado, a partir da ampliação da utilização dos rankings e ratings como peças significativas na tomada de decisão de investidores, credores, reguladores e demais partes interessadas, as agências de avaliação passaram a demonstrar interesse no desenvolvimento de novos produtos de classificação (CANTOR; PACKER, 1996).

5 RANKINGS ESG: INCORPORAÇÃO DO PRODUTO ESG PELO MERCADO

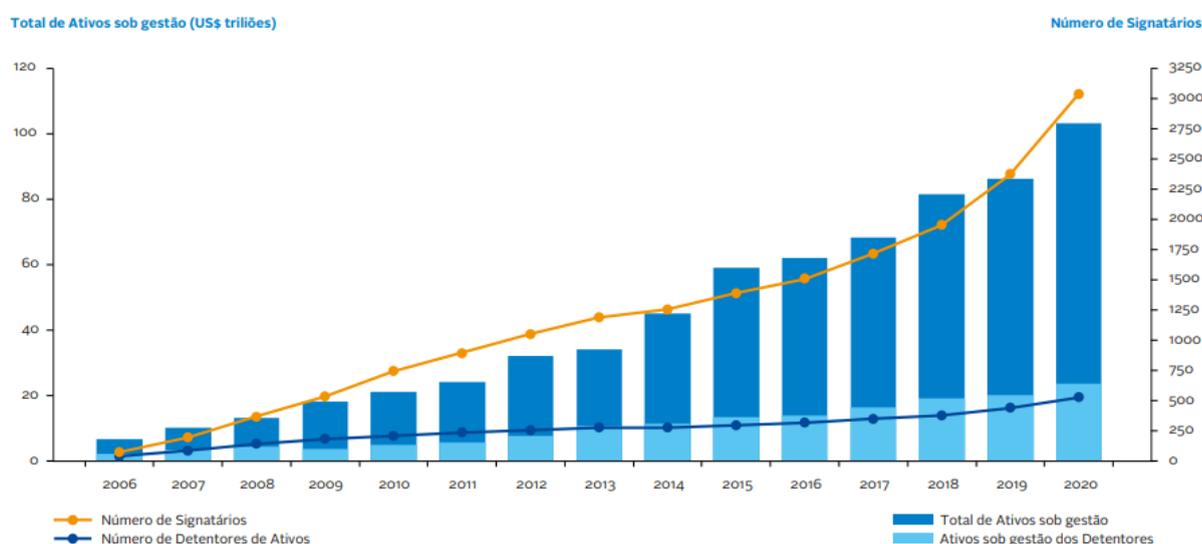
A preocupação do mercado de investimentos e das próprias sociedades empresárias com a implementação de iniciativas voltadas para a contemplação das ESGs, apesar de poder ser considerada recente, despertou o desenvolvimento de avaliações (*Evaluation*) dos níveis de atuação ambiental, social e de governança no ramo empresarial (GUERRA FILHO; TURQUETI; LIMA, 2021).

A partir da incorporação e popularização do termo ESG em nível internacional, iniciativas como o PRI (Principles for Responsible Investment), da UNEP-FI, cresceram notoriamente. Uma das principais evidências do crescimento do PRI se traduz no alcance, no

⁹ No original: “*Ratings, especially insurance and credit ratings such as solvency and risk, are extremely important to companies because ultimately the ratings affect what products they can buy or sell, in what markets and at what prices (Cantor & Packer, 1995). For example, the credit rating that a company receives will determine, which trading partners it will deal with, the cost of its capital and ultimately the profitability and market value of the company. It should be no surprise that companies modify their behaviour to suit a higher score in these types of ratings.*”

ano de 2020, da marca de mais de US\$17 trilhões em investimentos sendo geridos conforme os princípios de ESG (ONU, 2020). Assim mostra o gráfico publicado pela própria iniciativa:

Figura 3



Fonte: ONU (2020).

Essa evolução traduz de forma clara o crescimento do entusiasmo das companhias e do mercado financeiro no fomento da adoção de princípios sustentáveis voltados aos três pilares do ESG: ambiental, social e de governança. A partir disso, encontramos focos da manifestação de interesse nesse tópico tanto nas empresas, quanto nos *stakeholders*.

A avaliação de riscos de investimentos, somado ao interesse da população em entender a atuação das empresas num contexto em que o crescimento pelo desenvolvimento sustentável começou a se tornar uma pauta significativa, foi essencial para a expansão de pesquisas sobre o tema. Consequentemente, se desenhava o cenário ideal para que se gerasse determinado entusiasmo pela abordagem de avaliações de sustentabilidade pelas agências de avaliação financeira.

Agora com foco na sustentabilidade, os *stakeholders* estão interessados em avaliar as empresas em critérios financeiros e não financeiros. Agências de classificação especializadas surgiram desenvolvendo novas tipologias de classificação para atender a essa necessidade, e os mercados de ações globais introduziram índices para medir o desempenho da sustentabilidade (FINCH, 2004, p. 2, tradução nossa).¹⁰

¹⁰ No original: “Now with a focus on sustainability, stakeholders are interested in screening companies on both financial and non-financial criteria. Specialised rating agencies have emerged developing new rating typologies to meet this need, and global stock markets have introduced indices to measure sustainability performance.”

Dessa forma, por meio de organizações provedoras de pesquisas, algumas delas já produtoras de rankings financeiros como o “Big Three” (S&P Global, Moody’s e Fitch Ratings), objetivando entender os níveis de adequação das empresas aos parâmetros de ESG, é que se desenvolveram os rankings para analisar a implementação do termo.

A importância dos pilares ESG para o mercado permitiu que estes fossem percebidos, atualmente, como grandes influenciadores no desempenho de empresas, seja tanto na mitigação de riscos, como no alcance de desenvolvimento a longo prazo. Essa influência vem sendo pauta na produção de publicações e estudos sobre o crescimento dos parâmetros ESG tanto no meio acadêmico, como fora dele:

Não são apenas os acadêmicos que estão destacando a ligação entre divulgação e desempenho, mas também os investidores. A Pesquisa de Opinião do Investidor da McKinsey (2000) sobre Governança Corporativa identificou que 75% dos investidores acreditam que as práticas do conselho são pelo menos tão importantes quanto o desempenho financeiro ao avaliar empresas para investimento. Esta pesquisa da McKinsey destaca que a maioria dos investidores coloca o Investimento Socialmente Responsável (SRI) no mesmo nível ou à frente do desempenho financeiro de seus investimentos (FINCH, 2004, p. 14, tradução nossa).¹¹

Portanto, por meio do acesso a informações financeiras, questionários, relatórios, notícias e dados públicos, é que atualmente as agências de classificação ESG analisam minuciosamente e avaliam o desempenho de sustentabilidade corporativa de um grande número de empresas (ESCRIG-OLMEDO, *et al.*, 2019).

Assim, de acordo com Escrig-Olmedo *et al.* (2019), com o crescimento da busca pelas análises concedidas pelas agências de ranqueamento que envolvessem os conceitos de ESG em suas avaliações, o mercado de rankings ESG foi capaz de atingir seu momento de consolidação a partir da fusão de grandes agências e também da criação de novas.

Esse crescimento alavancado garantiu que o mercado de rankings ESG deixasse de ser um nicho tão isolado dentro do mundo financeiro, se tornando um produto bastante desejado pelas agências tradicionais de avaliação de mercado Escrig-Olmedo *et al.* (2019). Atualmente, diversas instituições de pesquisa ao redor do mundo possuem seus próprios rankings, sendo possível citar algumas das principais: *MSCI, Sustainalytics, Sitawi, RepRisk* e *S&P Global*.

¹¹ No original: “*It is not just academics who are highlighting the link between disclosure and performance, but investors’ too. McKinsey’s (2000) Investor Opinion Survey on Corporate Governance identified that three-quarters of investors believe that board practices are at least as important as financial performance when evaluating companies for investment. This McKinsey survey highlights that the majority of investors place Socially Responsible Investing (SRI) on par with or ahead of the financial performance of their investments.*”

Além das agências *S&P Global*, *Moody's* e *Fitch Ratings* terem iniciado seus trabalhos voltados aos ESG ratings, a incorporação delas com outras agências menores do mercado é estratégia já praticada e frequente. Em 2019, a S&P Global anunciou a aquisição da área voltada às classificações ESG da RobecoSAM, empresa de investimento internacional voltada à investimentos sustentáveis. Enquanto isso, no mesmo ano, a Moody's informou ser a nova sócia majoritária Vigeo Eiris, agência de classificação ESG a nível internacional.

Outras várias empresas com foco financeiro, como *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), KLD e *Refinitiv*, também se prontificaram a elaborar seus próprios rankings. No campo de aquisições de agências e empresas voltadas ao fornecimento de avaliações ESG, a MSCI vem se fortalecendo cada vez mais por meio de aquisições como a *GMI Ratings*, *Carbon Delta*, entre outras, e se tornando uma das grandes líderes frente ao mercado de ESG Ratings.

Dessa maneira, nos deparamos com diversas possibilidades de metodologias para análises e posterior ranqueamento, além das implicações geradas por esses métodos.

5.1 METODOLOGIA DOS RANKINGS ESG

Apesar de desempenharem uma função de altíssima importância no cenário financeiro e social, a aplicação prática dos rankings ESG acaba por frustrar as expectativas de sua utilização efetiva e eficaz enquanto medidor de níveis reais de sustentabilidade por um principal motivo: a ausência de padrão entre as metodologias operadas por cada agência de avaliação. Isto é, o resultado sobre a aplicação dos conceitos ESG por uma mesma empresa pode variar de maneira significativa entre avaliações realizadas por agências diferentes. Tais divergências extravagantes entre resultados analíticos de uma mesma companhia, quando da observação de rankings diferentes, colocam em questão o propósito do ESG *Evaluation*.

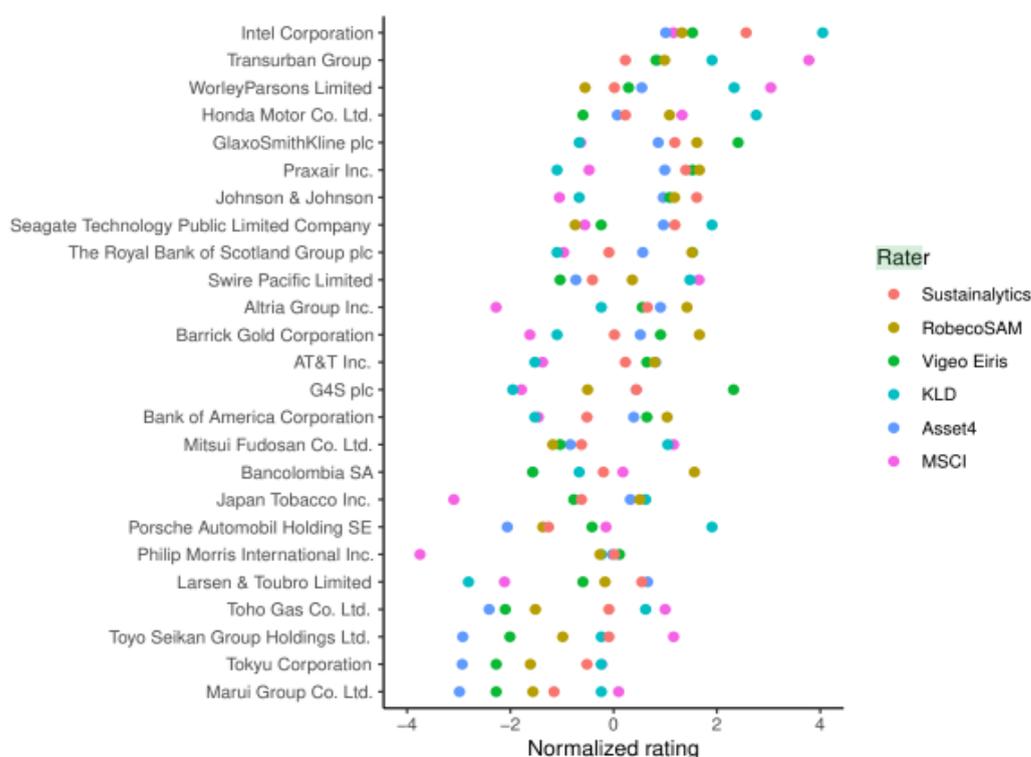
Conforme estudo¹² publicado em 2020, realizado pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts (*MIT Sloan*), em parceria com a Universidade de Zurich, que analisou os métodos utilizados por diferentes empresas de ranqueamento de ESG, a média de correlação entre as classificações de seis dos rankings analisados (*KLD*, *Sustainalytics*, *Vigeo Eiris*, *S&P Global*, *Refinitiv* e *MSCI*) é de 54%. Esse valor ilustra a grande divergência nos resultados de cada ranking, o que permite que uma mesma companhia possa obter notas bastante distintas a

¹² BERG, Florian; KOELBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *SSRN*, New York, [s.v.], [s. n.], p. 1-48, ago. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3AUwK6A>. Acesso em: 28 jun. 2022.

depende do ranking pelo qual é avaliada, permitindo, inclusive, a classificação positiva por um ranking, mas negativa por outro.

Com o fim de ilustrar tais diferenças entre os rankings, o gráfico abaixo, desenvolvido pelo estudo supracitado demonstra a avaliação de cinco agências de ranqueamento, sendo elas *Sustainalytics*, *RobecoSAM*, *Vigeo Eiris*, *KLD*, *Asset4* e *MSCI*, para 25 companhias (entre as 924 analisadas) com maior desvio médio entre as notas recebidas.

Figura 4



Fonte: Berg, Koelbel, Rigobon (2020).

Um dos principais pontos a se observar é que algumas empresas, como a *Intel Corporation* e a *GlaxoSmithKline* possuem alta posição entre as classificações. Já a empresa *Barrick Gold Corporation* e *AT&T Inc.* recebem classificações de médio alcance, e a *Porsche Automobil Holding* e a *Philip Morris* estão entre as piores avaliadas. Apesar disso, quando focamos no quesito nota, é possível notar grande discordância substancial em todos os casos citados, evidenciando a ausência de uma condição orientadora para concordâncias ocasionais.

De acordo com os autores, Berg, Koelbel e Rigobon (2021), a divergência de escopo, utilizado pelos avaliadores, para medição dos resultados é um dos principais motivos para a inexistência de padrão de análise entre os rankings.

A partir do quadro desenvolvido por Billio, Costola, Hristova, Latino e Pelizzon (2021), é possível entender mais claramente o grau de alteração de notas fornecidas as mesmas empresas (*Nissan, Verizon, Oracle e Goldman Group*) por quatro agências de avaliação: *Sustainalytics* (escala de notas de 0 a 100), *RobecoSAM* (escala de notas de 0 a 100), *Refinitiv* (escala de notas de 0 a 100) e MSCI (escala de notas de CCC a AAA):

Figura 5

Company	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Nissan Motor Co., Ltd	6	77	72	CCC
Verizon Communications Inc.	91	20	67	BB
Oracle Corp. Jpn	78	8	63	BB
Goodman Group	86	21	58	AA

Fonte: Billio et al. (2021)

Buscando ressaltar as divergências nas metodologias que acabam por ocasionar resultados tão diversos, apresenta-se dois métodos utilizados por agências de avaliações diferentes: MSCI e *Sustainalytics*.

5.1.1 Morgan Stanley Capital International - MSCI

A *MSCI ESG Ratings*, lançada em 2010 nos EUA, ocupa hoje em dia uma das posições de destaque no mercado internacional de *ESG ratings*, derivada especialmente de sua aquisição de diversas outras empresas de pesquisas voltadas para a temática sustentabilidade ESG. A escala de avaliação da agência utiliza as notas de CCC, representando o risco mais alto, até AAA, menor risco.

Ademais, a empresa observa 37 temas diferentes para suas análises, estando entre eles: mudanças ambientais e climáticas, recursos naturais, poluição e resíduos, oportunidades ambientais, oportunidades sociais, capital humano, responsabilidade social, partes interessadas, governança corporativa, comportamento corporativo, entre outros. Os pesos fornecidos a cada tema variam conforme o tipo e o contexto em que cada empresa a ser avaliada está inserida. As informações base para as avaliações são obtidas através de fontes diversas, como banco de dados, ONG's, dados públicos e governamentais e relatórios fornecidos pelas próprias empresas avaliadas (CASH, 2021).

Em um contexto geral, a metodologia utilizada pela MSCI busca responder questões relacionadas aos riscos e oportunidades de determinada empresa em decorrência da indústria em que está inserida. Em sua obra, intitulada “*Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies*”, Cash (2021,p. 47) explica:

[...] O modelo MSCI ESG Ratings procura responder a quatro questões-chave sobre as empresas: Quais são os riscos e oportunidades ESG mais significativos que uma empresa e seu setor enfrentam? Qual a exposição da empresa a esses riscos e/ou oportunidades importantes? Quão bem a empresa está gerenciando os principais riscos e oportunidades? Qual é o panorama geral da empresa e como ela se compara aos seus pares globais do setor? (...) A MSCI afirma que um determinado risco se torna material quando é 'provável que as empresas de um determinado setor incorram em custos substanciais em relação a ele', sendo o exemplo citado a proibição regulatória de um insumo químico chave, que então requer reformulação. Curiosamente, a MSCI também declara quando uma oportunidade pode se tornar material, com foco na oportunidade de explorar a oportunidade de lucro; o exemplo citado neste caso são as oportunidades em tecnologia limpa para a indústria de iluminação LED. A MSCI identifica esses riscos e oportunidades potenciais por meio de modelos que analisam faixas e valores para cada setor e para impactos externalizados de questões como intensidade de carbono, intensidade da água e taxas de lesões (tradução nossa).¹³

Dessa forma, o resultado final fornecido a cada empresa é variável, já que os pesos definidos para cada tema analisado poderão se diferenciar a depender do contexto e setor empresarial a que uma companhia está envolvida. Com isso, se questiona se a avaliação realizada pela MSCI seria capaz de refletir os verdadeiros fatores ambientais, sociais e de governança, já que se pauta abertamente nas oportunidades e riscos gerados ao mercado por determinada empresa, e não do impacto gerado por ela ao meio ambiente e sociedade.

4.1.2 SUSTAINALYTICS

Objetivando um crescimento no mercado, na sua base de dados e na sua capacidade para proceder com avaliações ESG de qualidade, a *Sustainalytics* cresceu, principalmente, a partir de uma série de aquisições do Grupo SiRi (Holanda), Scoris (Alemanha) e Analistas *Internacionales en Sostenibilidad* (Espanha), se fundindo com a empresa *Jantzi Research* do Canadá no ano de 2009. Em 2020, foi comprada pela agência de avaliação de crédito *Morningstar*.

¹³ No original: “[...] *The MSCI ESG Ratings model seeks to answer four key questions about companies: What are the most significant ESG risks and opportunities facing a company and its industry? How exposed is the company to those key risks and/or opportunities? How well is the company managing key risks and opportunities? What is the overall picture for the company and how does it compare to its global industry peers? [...] MSCI state that a given risk becomes material when it is ‘likely that companies in a given industry will incur substantial costs in connection with it’, with the cited example being a regulatory ban on a key chemical input, which then requires reformulation. Interestingly, MSCI also declare when an opportunity may become material, with the focus being on the opportunity to exploit the opportunity for profit; the cited example in this instance is opportunities in clean technology for the LED lighting industry. MSCI identify these potential risks and opportunities via quantitative models that look at ranges and values for each industry and for externalised impacts from issues such as carbon intensity, water intensity, and injury rates.*”

De maneira diversa da adotada pela MSCI, a *Sustainalytics* possui uma avaliação de resultado ESG por meio de uma escala de 0, sendo o menor potencial de risco, a 100, maior potencial de risco. Além disso, a análise realizada pela agência utiliza a observação de 70 indicadores diferentes para cada indústria às quais as empresas avaliadas pertencem. Após, as análises são divididas entre as categorias “preparação, divulgação e desempenho” e, assim, recebem seus determinados pesos.

Buscando garantir um nível alto das análises realizadas pela agência, houve o desenvolvimento de método único para resguardar a qualidade e amplitude dos resultados obtidos:

Para permitir uma avaliação tão completa quanto possível, a agência revisa suas estruturas de classificação de três maneiras específicas. A primeira diz respeito ao conjunto de fatores específicos do subsetor, que é revisto anualmente. É nesta fase que novos indicadores podem ser aplicados, dependendo do que for relevante após a revisão. No nível da empresa, há também uma revisão anual. Isso inclui uma atualização sobre as exposições específicas da empresa, juntamente com uma avaliação da gestão. A agência faz isso coletando informações publicamente disponíveis, mídia e relatórios de ONGs. Após um processo robusto de revisão por pares, é aplicado o terceiro componente do processo, que é uma avaliação contínua impulsionada pelo fluxo diário de notícias. Estes são classificados por categorias e aplicados conforme necessário. Finalmente, o rascunho do relatório é então enviado às empresas para suas opiniões sobre a pesquisa coletada (CASH, 2021, p. 46, tradução nossa).¹⁴

Apesar dos passos tomados pela agência demonstrarem disposição no alcance verídico de informações acerca das empresas avaliadas, o impacto negativo gerado no meio ambiental e social ainda não são a prioridade. Nesse sentido, a própria agência descreve que o objetivo de seu ESG *rating* é “medir o grau em que o valor econômico de uma empresa está em risco impulsionado por fatores ESG ou, mais tecnicamente falando, a magnitude dos riscos ESG não gerenciados de uma empresa” (SUSTAINALYTICS, 2019).

5.2 PRINCIPAIS IMPLICAÇÕES

¹⁴ No original: “*In order to allow for as thorough an assessment as they can, the agency reviews their rating structures in three particular ways. The first is with regard to the subindustry-specific set of factors, which is reviewed on an annual basis. It is at this stage where new indicators may be applied, depending upon what is relevant after the review. At the company level, there is also an annual review. This comprises of an update on company-specific exposures, together with a management assessment. The agency does this by collecting publicly available information, media, and NGO reports. After a robust peer-review process, the third component of the process is applied, which is a continuous assessment driven by the daily news flow. These are ranked by categories and applied as necessary. Finally, the draft report is then sent to companies for their views on the research gathered.*”

A partir do impacto que os *stakeholders* são capazes de causar no crescimento das empresas, principalmente em níveis financeiros, traça-se um alto valor na existência dos rankings de ESG. Além de auxiliarem na percepção por parte da própria empresa sobre o alinhamento com os ditames sustentáveis, a presença de agências de avaliação e dos próprios rankings alcançam níveis não apenas financeiros. Assim,

a responsabilidade das agências de rating ESG ultrapassa as fronteiras do mercado financeiro, pois as consequências das mudanças dinâmicas nas avaliações de sustentabilidade corporativa pelas agências de rating ESG também ultrapassam o escopo dos mercados financeiros, afetando a sociedade como um todo [...]. Isso vai além dos mercados financeiros porque não apenas os maiores investidores do mundo estão assumindo a liderança (assim é argumentado por muitos) no movimento para um futuro mais sustentável, mas o ato de classificar uma entidade tem o potencial de moldar o desenvolvimento, a trajetória e o desempenho interno destas entidades políticas. Constatou-se que as entidades financeiras tenderão a se concentrar mais em suas práticas relacionadas à sustentabilidade quando precisarem manter ou aumentar sua reputação nos mercados (CASH, 2021, p. 35, tradução nossa).¹⁵

Dessa forma, não há apenas significância na produção de rankings ESG, mas também níveis de responsabilidade, uma vez que o mercado de ESG *ratings* se tornou tão relevante na tomada de decisões financeiras e na geração de impacto à sociedade. Ressalta-se, ainda, que as informações abordadas e analisadas nas avaliações tratam-se de preceitos fundamentais para o desenvolvimento sustentável social e ambiental, sendo de extrema necessidade que haja comprometimento por parte das agências de avaliação na exposição de análises transparentes, coerentes e fiéis aos fatos. Porém, assim se molda um dos principais desafios enfrentados pela sistemática de ranqueamento ESG atual. Questiona-se, portanto, se a ausência de padronização de métricas entre os ranqueamentos ESG são parte de uma lógica de mercado devidamente fundamentada na incorporação prática do desenvolvimento sustentável pelo meio empresarial. Afinal, seriam as avaliações dos rankings de ESG verdadeiras métricas de desenvolvimento sustentável ou apenas um fator utilizado para guiar investimentos?

¹⁵ No original: “*The responsibility of ESG rating agencies cross financial market boundaries since the consequences of dynamic changes in corporate sustainability assessments by ESG rating agencies go beyond the scope of financial markets, affecting the society as a whole.(...) It goes beyond the scope of financial markets because not only are the world’s largest investors taking the lead (so it is argued by many) in the movement to a more sustainable future, but the act of rating an entity has the potential to shape that entity’s development, trajectory, and internal policies. It has been found that financial entities will tend to focus more on their sustainability-related practices when in need of maintaining, or increasing their reputation in the markets*”

A partir da observação das metodologias utilizadas pelas agências evidenciadas, percebe-se uma alta discrepância no processo de análise e produção de resultados entre elas. Conforme evidenciado por Berg, Fabisik e Sautner (2021) e exemplificado na análise dos rankings da MSCI e *Sustainalytics*, três principais causas para a divergência entre os rankings se apoiam em pontos de escopo, medida e pesos:

A divergência de escopo refere-se à situação em que as classificações são baseadas em diferentes conjuntos de atributos. Atributos como emissões de carbono, práticas trabalhistas e atividades de lobby podem, por exemplo, ser incluídos no escopo de uma classificação. Uma agência de classificação pode incluir atividades de lobby, enquanto outra pode não incluir, fazendo com que as duas classificações sejam divergentes. A divergência de medição refere-se a uma situação em que as agências de classificação medem o mesmo atributo usando diferentes indicadores. Por exemplo, as práticas trabalhistas de uma empresa podem ser avaliadas com base na rotatividade da força de trabalho ou pelo número de processos judiciais trabalhistas movidos contra a empresa. Ambos capturam aspectos do atributo práticas trabalhistas, mas provavelmente levarão a avaliações diferentes. Os indicadores podem se concentrar em políticas, como a existência de um código de conduta, ou resultados, como a frequência de incidentes. Os dados podem vir de várias fontes, como relatórios da empresa, fontes de dados públicas, pesquisas ou relatórios da mídia. Por fim, a divergência de pesos surge quando as agências de classificação têm visões diferentes sobre a importância relativa dos atributos. Por exemplo, o indicador de práticas trabalhistas pode entrar na classificação final com maior peso do que o indicador de lobby (BERG, KOELBEL; RIGOBON, 2019, p. 3, tradução nossa).¹⁶

Com isso, a partir da diferença no escopo, cada agência opta pela utilização de indicadores diferentes, o que faz com que as categorias analisadas possam refletir resultados diversos ao final de cada avaliação, principalmente quando somadas às divergências de mensuração - onde cada indicador é avaliado por atributos também diferentes - e de atribuição de peso para cada um dos fatores analisados.

¹⁶ No original: “*Scope divergence refers to the situation where ratings are based on different sets of attributes. Attributes such as carbon emissions, labor practices, and lobbying activities may, for instance, be included in the scope of a rating. One rating agency may include lobbying activities, while another might not, causing the two ratings to diverge. Measurement divergence refers to a situation where rating agencies measure the same attribute using different indicators. For example, a firm’s labor practices could be evaluated on the basis of workforce turnover, or by the number of labor-related court cases taken against the firm. Both capture aspects of the attribute labor practices, but they are likely to lead to different assessments. Indicators can focus on policies, such as the existence of a code of conduct, or outcomes, such as the frequency of incidents. The data can come from various sources, such as company reports, public data sources, surveys, or media reports. Finally, weights divergence emerges when rating agencies take different views on the relative importance of attributes. For example, the labor practices indicator may enter the final rating with greater weight than the lobbying indicator.*”

Ademais, outra divergência relatada como significativa na ausência de padrão entre as avaliações ESG de agências diversas, se traduz na subjetividade a que cada uma delas é submetida para a realização de suas análises.

Um estudo de Chatterji et al. (2016) analisou as classificações de seis empresas de classificação populares. Seus resultados revelaram “evidências limitadas para teorização comum” com “baixa concordância, mesmo quando ajustamos as diferenças explícitas no que eles dizem que estão tentando medir”. Subjacente a muitas das mesmas apreensões de Chatterji et al., um relatório recente do Conselho Americano de Formação de Capital (2018) destacou ainda mais a interpretação subjetiva e a “agenda da agência individual” como razões adicionais pelas quais as disparidades entre as agências de classificação são tão dramáticas (BREEDT et al., 2019, p. 34, tradução nossa).¹⁷

Nesse sentido, a ausência de padronização dificulta a mensuração dos índices de sustentabilidade enquanto ferramenta para a diminuição de impacto gerado nos âmbitos ambiental e social. Dessa forma, a única solução encontrada é a confiabilidade nos informativos divulgados por cada agência, referentes a sua metodologia utilizada.

Ainda assim, os resultados obtidos por meio dos diferentes métodos não se comprometem em identificar unicamente os níveis reais de impacto das empresas no ambiente e sociedade, se reservando apenas a avaliação de riscos perante ao mercado financeiro, envolvendo oportunidades de ganho ou perda de capital.

Com isso, a subjetividade presente nas avaliações, a partir da determinação de métricas diferentes por cada agência de avaliação, pode ser entendida como fator positivo quando observados os diferentes interesses ambientais, sociais e de governança existentes dentro de uma lógica de mercado de investimentos. Assim, investidores com interesses sustentáveis diversos, podem optar por qual metodologia de ranqueamento mais lhes agrada, orientando seus investimentos conforme suas prioridades.

Os principais pontos, a partir desta análise, destacam que há sim eficiência no ranqueamento ESG, contudo, apenas como um sistema orientador de investimentos. Ou seja, deve-se observar as expectativas geradas por cada público acerca de sua aplicação, não sendo indicado o seu uso enquanto medidor de desenvolvimento sustentável. Além disso, ressalta-se a extrema importância da transparência nas metodologias utilizadas por cada agência de

¹⁷ No original: “A study by Chatterji et al. (2016) analyzed the ratings of six popular rating firms. Their results revealed “limited evidence for common theorization” with “low agreement even when we adjust for explicit differences in what they say they are trying to measure.” Underlying many of the same apprehensions as those of Chatterji et al., a recent report by the American Council for Capital Formation (2018) further highlighted subjective interpretation and “individual agency’s agenda” as additional reasons that the disparities between rating agencies are so dramatic.”

avaliação, justamente para que seja possível a verificação dos pontos subjetivos selecionados, garantindo a possibilidade de comparação das prioridades de cada ranking pelos investidores.

6 CONCLUSÃO

O desenvolvimento das discussões sobre temática ESG ao redor do mundo segue em crescimento constante e vem atingindo, principalmente, o mundo corporativo. A importância da consideração de ações e tomadas de decisões sustentáveis ocupa um local significativo no pensamento moderno, gerando diversas demandas por parte de stakeholders referentes a atuação das empresas enquanto geradoras de impacto no meio em que estão inseridas. Com isso, os rankings ESG se apresentam como ferramenta controversa para a compreensão de níveis de sustentabilidade, uma vez identificada ausência de padronização nas avaliações realizadas por diferentes agências.

Apesar dos questionamentos gerados por estes fatos, a partir do presente estudo foi possível concluir que, embora não sendo capazes de traduzir o alcance do desenvolvimento sustentável das empresas, os rankings ESG não perdem sua utilidade. Isso acontece, pois fica evidenciada sua eficácia enquanto mecanismo de análise e mensuração de riscos, decorrentes de questões ambientais, sociais e de governança, de perda de capital, contemplando assim os indivíduos inseridos no mercado de investimentos.

Com isso, ainda ressalta-se a altíssima relevância da adoção de processos e metodologias transparentes pelas agências de avaliações ESG, propiciando o aproveitamento da falta de padrões entre elas como um aspecto benéfico na utilização dos rankings enquanto orientadores de investimentos e decisões financeiras.

Por outro lado, ficam identificadas lacunas decorrentes da inexistência de bons recursos para a avaliação dos alcances de desenvolvimento sustentável, resultante principalmente dessa mesma dificuldade no estabelecimento de métricas para sua verdadeira mensuração. Tais observações procedem, principalmente, da complexidade na definição de índices, tendo em vista temática tão extensa.

Assim, o presente estudo permite a abertura para reflexões concernentes ao entendimento mais profundo acerca da implementação eficiente do desenvolvimento sustentável e suas nuances. Com o fomento de contínuos estudos acerca das temáticas mencionadas, espera-se contribuir diretamente para a construção de um caminho em direção ao alcance de uma realidade mais sustentavelmente desenvolvida.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Fernando. **O bom negócio da sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2002.
- ASSET Management Working Group. **A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment**. Geneva: [s.n.], 2005.
- AVETISYAN, Emma; HOCKERTS, Kai. The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression. **Business Strategy and the Environment**, [s.l.], v. 26, n. 3, p. 316-330, jun. 2016. DOI: 10.1002/bse.1919. Disponível em: <https://bit.ly/3QTjDrP>. Acesso em: 30 jul. 2022.
- BERG, Florian; FABISIK, Kornelia; SAUTNER, Zacharias. Rewriting history II: The (un)predictable past of ESG ratings. **ECGI**, [s.l.], [s.v.], n. 708, p. 1-44, nov. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3e6HKEK>. Acesso em: 05 jun. 2022.
- BERG, Florian; KOELBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. **SSRN**, New York, [s.v.], p. 1-48, ago. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3AUwK6A>. Acesso em: 28 jun. 2022.
- BHIMANI, Alnoor; SOONAWALLA, Kazbi. From conformance to performance: the corporate responsibilities continuum. **Journal Of Accounting And Public Policy**, [s.l.], v. 24, n. 3, p. 165-174, maio 2005. Disponível em: <https://bit.ly/3pV9uPw>. Acesso em: 24 jul. 2022.
- BREEDT, André et al. Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide? **The Journal Of Investing**, London, v. 28, n. 2, p. 32-42, jan. 2019. DOI: [dx.doi.org/10.3905/joi.2019.28.2.032](https://doi.org/10.3905/joi.2019.28.2.032). Disponível em: <https://bit.ly/3AWnGxS>. Acesso em: 15 jul. 2022.
- BRUNDTLAND, Gro Harlem. **Nosso futuro comum: Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.
- BUSCH, Susanna Erica; RIBEIRO, Helena. Responsabilidade socioambiental empresarial: revisão da literatura sobre conceitos. **Revista de Gestão Integrada em Saúde do Trabalho e Meio Ambiente**, São Paulo, v. 4, n. 2, maio/ago. 2009. Disponível em: <https://bit.ly/3ATIXZ3>. Acesso em: 30 jul. 2022.
- CANTOR, Richard Martin; PACKER Frank. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. **Economic Policy Review**, [s.l.], v.2, n.2, p. 1-18, out. 1996. Disponível em: <https://bit.ly/3TzrRY2>. Acesso em: 30 jul. 2022.
- CARROLL, Archie B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a definitional construct. **Business & Society**, [s.l.], v. 38, n. 3, p. 268-295, set. 1999. DOI: [dx.doi.org/10.1177/000765039903800303](https://doi.org/10.1177/000765039903800303). Disponível em: <https://bit.ly/2W4dvke>. Acesso em: 16 jun. 2022.
- CASH, Daniel. Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies. **Palgrave Studies In Impact Finance**, [s.l.], v. 1, p. 1-145, jan. 2021. DOI:

dx.doi.org/10.1007/978-3-030-71693-6. Disponível em: <https://bit.ly/3dX5POk>. Acesso em: 22 jul. 2022.

CRUZ, Breno de Paula Andrade. Boicote de Consumidores em Relação à Responsabilidade Social Corporativa: Proposições a partir do Contexto Brasileiro. *In: XXXV Encontro da ANPAD*, 2011, Rio de Janeiro, 2011. **Congresso**, Rio de Janeiro, [s.n.], 2011, p. 1-17.

DAUGAARD, Dan. Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 60, n. 2, p. 1501-1530, abr. 2019. DOI: dx.doi.org/10.1111/acfi.12479. Disponível: <https://bit.ly/3czS9Zl>. Acesso em: 22 jul. 2022.

DREMPETIC, Samuel; KLEIN, Christian; ZWERGEL, Bernhard. The Influence of Firm Size on the ESG Score: corporate sustainability ratings under review. **Journal Of Business Ethics**, [s.l.], v. 167, n. 2, p. 333-360, abr. 2019. DOI: dx.doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1. Disponível em: <https://bit.ly/3wCMloz>. Acesso em: 22 jul. 2022.

ECCLES, Neil S.; VIVIERS, Suzette. The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. **Journal Of Business Ethics**, [s.l.], v. 104, n. 3, p. 389-402, jun. 2011. DOI: dx.doi.org/10.1007/s10551-011-0917-7. Disponível em: <https://bit.ly/3CMenZ8>. Acesso em: 22 jul. 2022.

ESCRIG-OLMEDO, Elena et al. Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. **Sustainability**, [s.l.], v. 11, n. 3, p. 1-16, fev. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3KAQUpx>. Acesso em: 30 jul. 2022.

FINCH, Nigel. International Rating Agencies and Sustainability. **SSRN Electronic Journal**, New York, [s.v.], p. 1-119, mar. 2004. DOI: dx.doi.org/10.2139/ssrn.658082. Disponível em: <https://bit.ly/3cpGhsZ>. Acesso em: 02 ago. 2022.

FREEMAN, Robert Edward. **Strategic management: A stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, Robert Edward; EVAN, William. Corporate Governance: A stakeholder interpretation. **Journal Behavioral Economics**, [s.l.], v. 19, n. 4, p. 337-359, abr. 1990. DOI: doi.org/10.1016/0090-5720(90)90022-Y. Disponível em: <https://bit.ly/3B5ItiV>. Acesso em: 30 jul. 2022.

GUERRA FILHO, Willis Santiago; TURQUETI, Daniele de Mattos Carreira; LIMA, Marcus Vinicius Rodrigues. A responsabilidade pelo enfrentamento de demandas sociais: a assimilação empresarial do conceito e a nova onda ESG. **Revista Juridica**, Curitiba, v. 1, n. 63, p. 663-683, ago. 2021. DOI: dx.doi.org/10.21902/revistajur.2316-753X.v1i63.5348. Disponível em: <https://bit.ly/2u6aqGO>. Acesso em: 28 jul. 2022.

KERWER, Dieter. Rating agencies setting a standard for global financial markets. **Economic Sociology: European Electronic Newsletter**, Munich, v. 3, p. 40-46, 2002. Disponível em: <https://d-nb.info/1129264610/34>. Acesso em: 02 ago. 2022.

KOELLNER, Thomas; SUH, Sangwon; WEBER, Olaf et al. Environmental Impacts of Conventional and Sustainable Investment Funds Compared Using Input-Output Life-Cycle

Assessment. **Journal Of Industrial Ecology**, [s.l.], v. 11, n. 3, p. 41-60, fev. 2008. Disponível em: <https://bit.ly/3wCjqRN>. Acesso em: 30 jun. 2022.

LI, Ting-Ting et al. ESG: research progress and future prospects. **Sustainability**, [s.l.], v. 13, n. 21, p. 1-28, out. 2021. <http://dx.doi.org/10.3390/su132111663>. Disponível em: <https://bit.ly/3wEeps1>. Acesso em: 30 jul. 2022.

LOZANO, Rodrigo. A Holistic Perspective on Corporate Sustainability Drivers. **Corporate Social Responsibility And Environmental Management**, [s.l.], v. 22, n. 1, p. 32-44, abr. 2013. DOI: <dx.doi.org/10.1002/csr.1325>. Disponível em: <https://bit.ly/3PTa1Mx>. Acesso em: 05 ago. 2022.

NUCERA, Federico et al. The information in systemic risk rankings. **Journal Of Empirical Finance**, [s.l.], v. 38, p. 461-475, set. 2016. DOI: <dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.01.002>. Disponível em: <https://bit.ly/3AWqbQU>. Acesso em: 31 jul. 2022.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Principles for Responsible Investment**. London, 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3AQEVjd>. Acesso em: 19 nov. 2021.

OULTON, Will. Responsible Investment and the Valuation of Real Estate Investments. **Epra News**, [s.v.], n. 20, p. 10-11, dez. 2006. Disponível em: <https://bit.ly/3KwZyoZ>. Acesso em: 25 jun. 2022.

PACTO GLOBAL REDE BRASIL. **Who Care Wins**. 2004 Disponível em: encurtador.com.br/jpuAT. Acesso em: 09 nov. 2021.

PAGANO, Michael S.; SINCLAIR, Graham; YANG, Tina. Understanding ESG ratings and ESG indexes. **Elgaronline**, [s.l.], [s.v.], p. 339-371, abr. 2018. DOI: <10.4337/9781786432636.00027>. Disponível em: <https://bit.ly/3Q08PXI>. Acesso em: 30 jul. 2022.

PONTES, Ana Valéria Vargas; OLIVEIRA, Victor Miranda; NOGUEIRA, Renato Ribeiro et al. A caracterização da ética empresarial como instrumento de estratégia de negócio. **Brazilian Journal of Developmente**, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 312-334, abr./jun. 2018. Disponível em: <https://bit.ly/3KxVipd>. Acesso em: 22 jul. 2022.

RIZÉRIO, Lara. Ações do Carrefour fecham em baixa de 5,35% em meio a protestos após assassinato de homem negro em supermercado. **InfoMoney**, São Paulo, 23 nov. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3B18ZcV>. Acesso em: 22 jul. 2022.

SCHALTEGGER, Stefan; WAGNER, Marcus. Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, Germany, v. 3, n. 1, p. 1-19, jun. 2006. DOI: <10.1504/ijaape.2006.010098>. Disponível em: <https://bit.ly/3AX6fNZ>. Acesso em: 30 jul. 2022.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; YOSHINAGA, Claudia Emiko; BORBA, Paulo da Rocha F.. Crítica à Teoria dos Stakeholders como função-objetivo corporativa. **Revista de Gestão - REGE**, São Paulo, v.12, n.1, p. 33-42, mar. 2004. Disponível em: encurtador.com.br/nLR14. Acesso em: 02 ago. 2022.

SINCLAR, Timothy J. Credit rating agencies and the global financial crisis. **Economic sociology the europa electronic newsletter**, [s.l.], v. 12, n. 1, p. 4- 9, nov. 2010. Disponível: <https://bit.ly/3R5zljL>. Acesso em: 22 jul. 2022.

SOUSA, Ana Carolina Cardoso. **Responsabilidade social e desenvolvimento sustentável: a incorporação dos conceitos à estratégia empresarial**. 2006. 230 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

STATMAN, Meir. The Expressive Nature of Socially Responsible Investors. **Ssrn Electronic Journal**, California, [s.v.], p. 1-19, jan. 2008. Disponível em: <https://bit.ly/3AAZJe6>. Acesso em: 30 jun. 2022.

THE ESG Risk Ratings: Methodology-Abstract. **Sustainalytics**, 2019. Disponível em: <https://bit.ly/3ABrNhZ>. Acesso em: 30 jul. 2022.

UNRUH, Gregory; KIRON, David; KRUSCHWITZ, Nina et al. Investing For a Sustainable Future. **MITSloan Management Review**, [s.l.], [s.v.], p. 3-29, maio, 2016. Disponível em: <https://bit.ly/3eedNTE>. Acesso em: 22 jul. 2022.

VIOLA, Eduardo J.; FERREIRA, Leila da Costa (Orgs.). **Incertezas de sustentabilidade na globalização**. Campinas: Unicamp, 1996.

WIDYAWATI, Luluk. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. **Business Strategy And The Environment**, [s.l.], v. 29, n. 2, p. 619-637, out. 2019. DOI: 10.1002/bse.2393. Disponível em: <https://bit.ly/3QV57zM>. Acesso em: 30 jul. 2022.

YOUNG, R. Dilemmas and advances in corporate social responsibility in Brazil: the work of the Ethos institute. **ResearchGate**, [s.l.], v. 28, n. 4, p. 291-301, dez. 2004. DOI: 10.1111/j.1477-8947.2004.00102.x. Disponível em: <https://bit.ly/3cs5MtI>. Acesso em: 30 jul. 2022.

ZAMCOPE, Fábio Cristiano; ENSSLIN, Leonardo; ENSSLIN, Sandra Rolim. Desenvolvimento de um modelo para avaliar a sustentabilidade corporativa. **Production**, [s.l.], v. 22, n. 3, p. 477-489, jul. 2012. DOI: 10.1590/s0103-65132012005000048. Disponível em: <https://bit.ly/3pQJBAv>. Acesso em: 30 jul. 2022.

ZIOLO, Magdalena et. al. How to Design More Sustainable Financial Systems: The Roles of Environmental, Social, and Governance Factors in the Decision-making Process. **Sustainability**, [s.l.], v. 11, n. 20, p. 1-34, out. 2019. DOI: 10.3390/su11205604. Disponível em: <https://bit.ly/3cpH797>. Acesso em: 30 jul. 2022.