

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**

**Departamento de Ciências Econômicas**



**Manoela Fernandes Vasconcellos Mazza**

**Orientador: Prof. Stefan Alexander**

## **O IMPACTO DOS PARADIGMAS ESG NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Uma análise da discussão sobre uma “reinvenção do capitalismo” e seus possíveis impactos no papel dos gestores das corporações, revisitando o debate sobre o dilema corporativo: Stakeholder’s Societies vs. Shareholder’s Societies.

**Rio de Janeiro**

**2021**

MANOELA FERNANDES VASCONCELLOS MAZZA

**O Impacto dos Paradigmas ESG na Governança Corporativa:**

Uma análise da discussão sobre uma “reinvenção do capitalismo” e seus possíveis impactos no papel dos gestores das corporações, revisitando o debate sobre o dilema corporativo: Stakeholder’s Societies vs. Shareholder’s Societies.

Curso de graduação em Ciências  
Econômicas

Orientador: Prof. Stefan Alexander

Rio de Janeiro

2021

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer imensamente todos que de alguma forma contribuíram para a minha formação acadêmica em Ciências Econômicas na PUC - Rio. Em especial aos meus pais, Laerte Mazza Filho e Lanza Mazza por todo investimento, inspiração e amor incondicional durante todo esse período tão importante da minha vida. O apoio de vocês foi essencial para superar cada desafio e por me fazer querer ser sempre a minha melhor versão. Obrigada por sempre acreditarem em mim, até quando nem eu mesma acredito.

À minha irmã, Mariana Mazza, obrigada por ser sempre meu porto seguro e minha segurança em qualquer momento e lugar. Obrigada por vibrar tanto pelas minhas conquistas. Este é só o primeiro passo de algo que quem sabe iremos construir no futuro.

À minha avó, Fernanda Fernandes, por ser a minha base mais sólida e maior inspiração. Obrigada pelos almoços, colos, conversas e viagens ao longo da minha formação acadêmica. Espero um dia poder retribuir tudo isso.

Ao meu melhor amigo e namorado, Bernardo Meirelles, comigo desde o dia 1 de faculdade, obrigada por ser tão parceiro. A sua importância na minha vida é gigante. É um prazer completar esse ciclo com você ao meu lado.

Ao meu orientador, Stefan Alexander, excelente professor, por todo empenho em passar conhecimentos tanto durante suas aulas como durante a elaboração deste trabalho, me ajudando em cada etapa e detalhe, até nos momentos mais turvos. Obrigada pela dedicação e por não soltar a minha mão.

Por fim, gostaria de agradecer a todos os meus amigos que tive a sorte de conhecer ao longo do caminho e a toda a minha família por toda união e suporte sempre. É maravilhoso ter pessoas tão especiais com quem contar.

## RESUMO

Muito provavelmente se você está inserido em um ambiente corporativo, é investidor ou apenas é alguém preocupado com o legado que as empresas deixam para sua comunidade ou até mesmo para o mundo, já deve ter ouvido falar dessas três letras: ESG. A sigla se refere à Environmental, Social and Governance, palavras em inglês para Ambiental, Social e Governança. As empresas que possuem esse “selo” são aquelas que incorporam questões ligadas à essas esferas como critério de práticas e investimentos. Neste trabalho, porém, não iremos tratar especificamente dos certificados ou categorias, apenas englobaremos as questões que a eles se referem e as trataremos como “padrão ESG”. Já existe na bibliografia críticas a partir do questionamento de se esse tipo de gestão não é responsável por destruir valor para a empresa e para os seus acionistas. Trataremos, inclusive, que a ideia de geração de valor muitas vezes anda em contramão com a busca incessante por atingir determinados indicadores, nesse caso especificamente os “selos”.

Visto que há uma tendência inexorável ligadas a essas temáticas, é preciso reinventar o capitalismo e tudo aquilo que conhecemos sobre finanças corporativas? É preciso que as empresas deixem de ser “shareholder’s” e passem a ser “stakeholder’s”? O que muda na equação quando incluímos temas que antes eram considerados apenas externalidades do modelo? Os processos de tomada de decisão dentro das empresas devem se preocupar em deixar um patrimônio positivo para a comunidade ao seu entorno, mas de que forma isso significará criar valor?

Todas essas questões levantadas, comprovando a relevância e a contemporaneidade do tema, o presente trabalho busca diagnosticar as práticas e a forma como estas devem ser implementadas dentro das corporações, sem necessariamente precisar de uma grande revolução para que ela seja “value oriented”. Vamos assumir que tais questões fazem parte do “Zeitgeist” e por isso deixaram de ser externalidade e precisam ser incluídas nos modelos. A partir desta abordagem, que vai trazer conceitos já difundidos dentro do escopo de Finanças Corporativas, vamos tentar explicar se aquilo que chamamos de “práticas ESG” são (ou não) compatíveis com o objetivo de maximização do Valor para os Acionistas, ou Valor do Equity, o conceito de Shareholder’s Corporation. E, no caso positivo, como deve ser definido a função objetivo e mandato dos administradores, para evitar ineficiências e custos de agência

## ABSTRACT

Most likely, if you are part of a corporate environment, an investor or just someone concerned about the legacy that companies leave to their community or even to the world, you have already heard about these three letters: ESG. The acronym refers to Environmental, Social and Governance. Companies that have this “seal” are those that incorporate issues related to these spheres as a criterion for practices and investments. In this paper, however, we will not deal specifically with certificates or categories, we will only cover the issues that refer to them and we will treat them as “ESG Standard”. There are already criticisms in the bibliography from the question whether this type of management is not responsible for destroying value for the company and for its shareholders. We will also discuss that the idea of generating value often goes against the grain with the relentless pursuit of reaching certain indicators, in this case specifically the “seals”.

Since there is an inexorable trend linked to these themes, is it necessary to reinvent capitalism and everything we know about corporate finance? Is it necessary for companies to stop being “shareholder’s” and become “stakeholder’s”? What changes in the equation when we include themes that were previously considered only externalities of the model? Decision-making processes within companies should be concerned with leaving a positive asset for the surrounding community, but how will this mean creating value?

All these issues raised, proving the relevance and contemporaneity of the theme, this paper seeks to diagnose the practices and how they should be implemented within corporations, without necessarily needing a major revolution for it to be “value oriented”. Let’s assume that such questions are part of the “Zeitgeist” and therefore they are no longer an externality and need to be included in the models. Based on this approach, which will bring concepts that are already widespread within the scope of Corporate Finance, we will try to explain whether what we call “ESG practices” are (or not) compatible with the objective of maximizing Shareholder Value, or Value of Equity, the concept of Shareholder’s Corporation. And, if so, how should the objective role and mandate of administrators be defined, to avoid inefficiencies and agency costs.

## LISTA DE FIGURAS

Tabela 1 - Gestão por Indicadores vs. Gestão por Value Creation.....	55
Tabela 2 - Dysfunctional Culture versus High-performance culture .....	56
Tabela 3 - Stakeholder Capitalism.....	64
Gráfico 1 - Evolução do AuM dos signatários do PRI e # de signatários.....	22
Gráfico 2 - Divulgação de fatores ESG nas bolsas no mundo .....	22
Gráfico 3 - Percentual do S&P500 que divulga informações ESG.....	23
Gráfico 4 - Google Trends: Busca pelo termo "ESG" no Brasil .....	24
Gráfico 5 - Sua empresa tem estrutura separada responsável por ESG?.....	25
Gráfico 6 - Sua empresa possui política de investimento responsável / documento que formalize sua abordagem?.....	25
Gráfico 7 - É extremamente / muito importante que empresas implementem programas para melhorar o meio ambiente .....	27

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b>	<b>5</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>6</b>
<b>1 - INTRODUÇÃO</b>	<b>9</b>
1.1 - Motivação	9
1.2 - Metodologia e Dados	17
<b>2 – DESENVOLVIMENTO</b>	<b>19</b>
2.1 – Como o “padrão ESG” é uma tendência inexorável	19
2.2 - O que é uma Corporação, Limited Liability e Estrutura de Capital	28
2.3 - O Dilema da divisão Gestão e Propriedade	31
2.4 - Custo de Agência	32
2.5 - O que é Value Creation e Value Creation Management	42
<b>3 – CONCLUSÃO: AS RESPOSTAS PARA NOSSA PERGUNTA</b>	<b>57</b>
<b>4 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>67</b>

## 1 - INTRODUÇÃO

### 1.1 - Motivação

A motivação para a elaboração deste trabalho se encontra na vontade e necessidade de entender o impacto das empresas como agentes econômicos em um ambiente onde os temas relacionados aos tópicos ambientais, sociais e de governança entraram nas diversas agendas de discussão, em um escopo tão amplo que mobiliza clientes, indivíduos, governos, instituições, investidores, bancos e outros. Tais temas, que sempre foram considerados “externalidades” na maioria dos modelos econômicos, levam a um conjunto de reflexões e teses que permeiam o universo de discussões filosóficas, ideológicas, políticas e acadêmicas. Dentre os temas que emergem nos ambientes acadêmicas ressurgem debates sobre o papel econômico das empresas e os objetivos a serem perseguidos por seus gestores, sob alcunhas como “a reinvenção do capitalismo” e a “função social das empresas”. Estas não são necessariamente originais, dado que estes tópicos, de uma forma ou de outra, mobilizaram discussões nos últimos séculos <sup>1 2</sup>. A particularidade do atual momento se encontra na proeminência de os três tópicos acima (ambiental, social e governança), comumente tratados como externalidades, alcançarem simultaneamente nas agendas e fóruns de discussão uma diversidade de atores econômicos, incluindo as corporações.

O objetivo deste trabalho não é discutir a relevância destes temas e seu impacto distribuído sobre tantos agentes diferentes. Consideramos eles

---

<sup>1</sup> “The guiding principle of business value creation is a refreshingly simple construct: companies that grow and earn a return on capital that exceeds their cost of capital create value. Articulated as early as 1890 by Alfred Marshall” (McKinsey & Company; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation (Wiley Finance)*. Wiley.)

<sup>2</sup> “A central cause of the problems we face is the deeply held belief that a firm’s only duty is to maximize “shareholder value.” Milton Friedman, perhaps the most influential intellectual force in popularizing this idea, once stated that “there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits.” From here it’s not far to the idea that focusing on the long term or the public good is not only immoral and possibly illegal but also (and most critically) decidedly infeasible. It is true that the capital and product markets are ruthless places. But in its current incarnation, our focus on shareholder value maximization is an exceedingly dangerous idea, not just to the society and the planet, but also to the health of business itself” (Henderson, Rebecca. *Reimagining Capitalism in a World on Fire* (p. 17). *PublicAffairs*.)

consequências da “visão de mundo” em constante transformação e por isso assumimos sua importância como uma premissa <sup>3</sup>. Em termos práticos e filosóficos, ao considerarmos a inclusão destes temas como parte inexorável do ambiente social e econômico, estamos adotando como premissa a existência de um “espírito do mundo”, de forma semelhante ao termo “Zeitgeist”, que é uma hipótese neste trabalho <sup>4</sup>. A questão que surge desta abordagem é a pergunta de qual impacto que este Zeitgeist deveria ter sobre o que conhecemos de Finanças Corporativas nos objetivos da empresa e em sua gestão. Será que a inclusão destes temas, outrora externalidades, como variáveis endógenas, requer uma quebra de paradigma sobre a forma que entendemos as Corporações e sua Governança Corporativa? Em outras palavras, queremos refletir se estes temas derivados do Zeitgeist necessariamente implicam em uma mudança radical da Governança Corporativa ao ponto de ser considerada uma “reinvenção do capitalismo” e o que seria esta chamada “Stakeholder’s Society” e como seria sua Governança Corporativa. Nesse sentido, o que mudaria na Responsabilidade Fiduciária dos Gestores e sobre seus objetivos a serem alcançados?

A afirmação de que uma Corporação deve ser gerida como uma Stakeholder’s Society ao invés de Shareholder’s Society não é apenas uma discussão semântica. Ela implica em mudança de todo o arcabouço teórico de Finanças Corporativas desenvolvido ao longo de décadas, além de necessitar mudanças regulatórias, legais e corporativas para fazer isto possível <sup>5</sup>. É preciso entender se a visão que advoga os princípios de uma governança que zela pela Criação de Valor aos Acionistas

---

<sup>3</sup> “Se a nossa geração tem um espírito específico, poderíamos dizer o mesmo do período em que estamos vivendo, que, em geral, engloba quatro gerações vivas. A mescla destas, a tensão entre elas e os conflitos que costumam acontecer criam o que chamaremos de espírito geral dos tempos, ou o que é comumente conhecido como zeitgeist”. (Greene, Robert. *As leis da natureza humana*. Planeta Estratégia).

<sup>4</sup> “Para tirar o máximo proveito do zeitgeist, comece com uma simples premissa: você é o produto dos tempos assim como qualquer um; a geração em que nasceu moldou os seus pensamentos e valores, esteja você consciente disso ou não. Desse modo, se notar por dentro alguma frustração com a situação do mundo ou com a geração mais velha, ou se observar que há algo faltando na cultura, é quase certo que a sua geração está se sentindo da mesma forma. E se você for aquele a expressar esse sentimento, o seu trabalho encontrará uma ressonância com a sua geração e ajudará a moldar o zeitgeist. Com isso em mente, ponha em prática algumas das seguintes estratégias, ou todas elas.” (Greene, Robert. *As leis da natureza humana*. Planeta Estratégia).

<sup>5</sup> “Corporations represent less than 20 percent of all businesses in the United States, but generate approximately 90 percent of the country’s business revenue. The percentage is lower elsewhere, but growing. The corporation is a legal entity, and has rights similar to those of a person. For example, a corporation is permitted to enter into contracts. The chief officers of the corporation, the executives or top managers, act as agents for the firm and are legally entitled to authorize corporate activities and to enter into contracts on behalf of the business.” Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42* (CFA Institute Investment Series). Wiley).

tornaria-se irrelevante e ultrapassada. Nestas circunstâncias, diversos temas cobertos pelas Teorias de Finanças Corporativas teriam obrigatoriamente de ser revistos, em um espectro amplo que incluiria desde Modelos de Precificação de Ativos, como os oriundos do Capital Asset Pricing Model <sup>6</sup> até as ferramentas de Valuation por Discounted Cash Flow <sup>7</sup> que são decorrentes do Teorema de Modigliani-Miller <sup>8</sup>. No arrasto destas questões teóricas ressurgiriam diversos temas de impacto direto nas Corporações, tais como, as questões sobre Governança Corporativa, Agency Costs e Estrutura de Capital <sup>9</sup>.

Neste trabalho daremos especial atenção a um tema de enorme relevância que foi amplamente debatido nas últimas décadas. Vamos percorrer parte do caminho teórico e casos históricos que resultaram no Conceito de Value Creation e Value Creation Management <sup>10</sup> e discutir como estes conceitos são derivados das Teorias

---

<sup>6</sup> W. F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance* 19 (September 1964); e J. Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics* 47 (February 1965), Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas* )

<sup>7</sup> "The first approach expresses the value of a company or an investment as a function of the expected returns it generates. The so-called financial method (or, better, discounted cash flow, or DCF) falls into this approach and is the methodology most consistent with those found in standard finance textbooks" (Massari, Mario; Gianfrate, Gianfranco; Zanetti, Laura. *Corporate Valuation* (Wiley Finance). Wiley.)

<sup>8</sup> MODIGLIANI, FRANCO; AND MILLER, MERTON H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Review*, Vol. 48, No3 (Jun., 1958).

<sup>9</sup> "The failure of a company to establish an effective system of corporate governance represents a major operational risk to the company and its investors. Corporate governance deficiencies may even imperil the continued existence of a company. Consequently, to understand the risks inherent in an investment in a company, it is essential to understand the quality of the company's corporate governance practices. It is also necessary to continually monitor a company's practices, because changes in management, the composition of its board of directors, the company's competitive and market conditions, or mergers and acquisitions, can affect them in important ways. A series of major corporate collapses in North America, Europe, and Asia, nearly all of which involved the failure or direct override by managers of corporate governance systems, have made it clear that strong corporate governance structures are essential to the efficient and effective functioning of companies and the financial markets in which they operate. Investors lost great amounts of money in the failed companies. The collapses weakened the trust and confidence essential to the efficient functioning of financial markets worldwide. Legislators and regulators responded to the erosion of trust by introducing strong new regulatory frameworks. These measures are intended to restore the faith of investors in companies and the markets, and, very importantly, to help prevent future collapses. Nevertheless, the new regulations did not address all outstanding corporate governance problems and were not uniform across capital markets." (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42* (CFA Institute Investment Series) (p. 2). Wiley.)..

<sup>10</sup> "Contrary to what many believe, embracing pro-social goals for the firm—a pro-social purpose—is eminently legal. Nowhere in the world are firms legally required to maximize investor returns. Under US law, for example, it is probably illegal to make a business decision that will certainly destroy long-term shareholder value, but except in a few tightly defined situations such as when they have committed to sell the firm, directors have very wide latitude." (Henderson, Rebecca. *Reimagining Capitalism in a World on Fire*. PublicAffairs. Kindle Edition. p.38)

de Finanças e compatíveis apenas com a premissa de Shareholder's Society em Corporações.

Iniciaremos definindo o nosso objeto de estudo, as Corporações. Não estaremos discutindo um amplo conjunto de empresas e veículos de investimentos, que podem ter características próprias <sup>11</sup>. Para entendermos o que é uma Corporação, vamos explorar as várias características importantes para que uma empresa, ou Pessoa Jurídica, possa ser assim denominada: (i) É uma empresa onde a Gestão e a Propriedade estão apartadas <sup>12</sup>; (ii) É uma Sociedade constituída por Limited Liability <sup>13</sup>; (iii) É uma sociedade onde o capital aportado pelos acionistas, os shareholders, referido comumente por Equity, tem retorno variável e ilimitado; e (iv) o retorno dos acionistas é subordinado ao perfeito cumprimento dos contratos e obrigações com os demais participantes, stakeholders, inclusive os provedores de capital financeiro, credores ou debtholders. A dívida é comumente referida pelo termo Debt.

A partir das características descritas acima, vamos explorar o impacto da Primeira Proposição do Teorema de Modigliani-Miller sobre a definição da responsabilidade fiduciária dos gestores em um modelo de Shareholder's Society. Ao demonstrar que, em uma situação de equilíbrio e sob a premissa de Mercados

---

<sup>11</sup> “Estamos nos referindo a “corporações de sociedade anônima”. Antes de nos aprofundarmos ou avançarmos ainda mais, precisamos oferecer algumas definições básicas e, à medida que for necessário, daremos mais detalhes nos capítulos posteriores. Uma corporação de sociedade anônima é uma entidade legal. Na visão da lei, trata-se de uma pessoa jurídica cuja propriedade é de seus acionistas e, nessa qualidade, ela pode firmar contratos, conduzir atividades, tomar emprestado ou emprestar dinheiro, e processar ou ser processada. Uma empresa pode fazer uma oferta por outra empresa e, assim, ocorrer uma fusão dos dois negócios. As empresas pagam impostos – mas não podem votar!” (Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas*”).

<sup>12</sup> “A separação existente entre propriedade e controle proporciona às sociedades anônimas a sua permanência. Mesmo que os administradores se demitam ou sejam demitidos ou substituídos, a sociedade permanece ativa. Atualmente, os acionistas podem vender todas as ações a novos investidores sem interromper as atividades da empresa”. (Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas*)

<sup>13</sup> “Os acionistas detêm o poder de uma empresa, mas ela possui uma personalidade jurídica diferente, portanto, os acionistas têm uma responsabilidade limitada, o que indica que não podem ser pessoalmente responsabilizados pelas dívidas contraídas pela organização. Quando houve a quebra da financeira norte-americana Lehman Brothers, em 2008, não houve demandas para que seus acionistas entrassem com mais dinheiro para saldar suas dívidas volumosas. Eles podem perder todos seus investimentos em uma organização, mas esse é o limite de suas perdas”. (Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas*.)

Eficientes<sup>14</sup>, impera a Irrelevância da Estrutura de Capital<sup>15</sup>, o Teorema de Modigliani-Miller forneceu os alicerces para a definição de Criação de Valor<sup>16</sup>. Como consequência, nestas circunstâncias não existe conflito entre os objetivos desejados pelos acionistas, a valorização de seu equity, e os objetivos dos demais stakeholders, pois ao procurar maximizar o Valor da Firma o gestor estará automaticamente maximizando o Valor do Equity.

Apesar dos argumentos teóricos abordados acima, veremos que diversas vezes as questões relacionadas ao “padrão ESG” e ao papel das Corporações nesta nova realidade tem levado muitos autores e imprensa, incluindo meios e autores relevantes e de contribuição reconhecida nestes temas, a se referirem a necessidade de uma “reinvenção do capitalismo” através de uma mudança da Gestão Corporativa subordinada aos “interesses” dos Stakeholders<sup>17</sup> que seriam necessariamente

---

<sup>14</sup> “O conceito de um mercado eficiente é uma aplicação especial do princípio “não existe almoço grátis”. Em um mercado financeiro eficiente, as políticas de negociação sem custo não gerarão retornos “excedentes”. Após o ajuste para o risco da sua política de investimentos, o retorno do operador de mercado não será maior do que o retorno de uma carteira selecionada aleatoriamente, pelo menos na média. Quase sempre se pensa que isso implica em algo sobre a quantidade de “informações” refletida nos preços dos ativos. Entretanto, isso não significa realmente que os preços refletem todas as informações, nem mesmo que eles refletem as informações publicamente disponíveis. Em vez disso, significa que a conexão entre as informações não refletidas e os preços é muito sutil e tênue para ser detectada facilmente e sem custo. As informações relevantes são difíceis e caras de descobrir e avaliar. Assim, se políticas de negociação sem custo forem ineficazes, deve haver alguns operadores de mercado que ganham a vida “derrotando o mercado”. Eles cobrem seus custos (incluindo o custo de oportunidade de seu tempo) negociando. A existência de tais operadores é, na verdade, uma condição necessária para que os mercados se tornem eficientes. Sem tais operadores profissionais, os preços não conseguiriam refletir tudo que é barato e fácil de avaliar. Os preços do mercado eficiente aproximam-se de uma caminhada aleatória, ou seja, eles parecerão estar flutuando de modo mais ou menos aleatório. Os preços podem flutuar de maneira não aleatória desde que seja caro discernir seu desvio da aleatoriedade. Além disso, uma série de preços observada pode se desviar de aparente aleatoriedade em virtude das variações de preferências e expectativas, mas isso é realmente uma tecnicidade e não implica em um almoço grátis em relação aos sentimentos usuais do investidor.” (Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jordan, Bradford D.; Lamb, Roberto. *Fundamentos de Administração Financeira* (p. 415).

<sup>15</sup> “MM Proposition I: The market value of a company is not affected by the capital structure of the company. In other words, the value of the company levered (VL) is equal to the value unlevered (VU), or  $VL=VU$ . (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42* (CFA Institute Investment Series). (Wiley))

<sup>16</sup> “The most important decision a company makes in its pursuit of maximizing its value is typically the decision concerning what products to manufacture and/or what services to offer. The decision on how to finance investments (e.g., in factories and equipment), the so-called capital structure decision, is often seen as less important, even secondary.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42* (CFA Institute Investment Series) (Wiley.)).

<sup>17</sup> “There are some trade-offs that company managers can't make and that neither a shareholder nor a stakeholder approach to governance can help. This is especially true when it comes to issues affecting people who aren't immediately involved with the company, as may be the case with investors, customers, and suppliers. These so-called externalities—for example, a company's carbon emissions affecting parties that have no direct contact with the company—are often beyond the ken of corporate decision making because there is no objective basis for making trade-offs among parties”. (McKinsey & Company ; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation* (Wiley Finance) (p. 9). Wiley. Kindle Edition.).

conflitantes aos interesses dos Shareholder`s. Ainda nesta linha de argumentação, frequentemente se discute esta mudança dogmática como o fim do capitalismo defendido pelo economista Milton Friedman que afirmava que o objetivo das empresas era, tão somente, o aumento do lucro <sup>18</sup>. Não nos cabe julgar se a definição usada por Friedman estava imprecisa ou foi intencionalmente simplificada para o entendimento mais amplo de suas afirmações. Entretanto, as discussões resultantes da incorreta interpretação dos objetivos dos acionistas, que seriam o aumento do lucro presente, tiveram um papel relevante nas atuais definições mais precisas de Criação de Valor e Value Creation Management <sup>19</sup>. A noção de Valor no Tempo e Fluxo de Caixa Descontados tem um longo histórico na teoria econômica, a partir de Bohm-Bawerk <sup>20</sup> portanto, a maximização do Valor do Equity não é a maximização do Lucro Imediato, mas a maximização do valor presente do fluxo futuro da geração de caixa líquido que, no limite, pode ser chamado de fluxo de lucros operacionais futuros.

A confusão entre estes dois conceitos acima resultaram, de forma intencional ou não, em vetor de destruição de valor e foram apontados como uma das causas relevantes do Agency Cost. Este último é definido a partir do desalinhamento dos interesses da Gestão com suas responsabilidades fiduciárias de maximizar o Valor da Firma e, conseqüentemente, do Equity, e é apontado como um dos grandes responsáveis pela destruição de valor nas empresas <sup>21</sup>. Quando alertamos para o fato

---

<sup>18</sup> *“A central cause of the problems we face is the deeply held belief that a firm’s only duty is to maximize “shareholder value”. Milton Friedman, perhaps the most influential intellectual force in popularizing this idea, once stated that “there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits.” From here it’s not far to the idea that focusing on the long term or the public good is not only immoral and possibly illegal but also (and most critically) decidedly infeasible. It is true that the capital and product markets are ruthless places. But in its current incarnation, our focus on shareholder value maximization is an exceedingly dangerous idea, not just to the society and the planet, but also to the health of business itself.” (Henderson, Rebecca. Reimagining Capitalism in a World on Fire PublicAffairs.)*

<sup>19</sup> *“Many of these impulses are naive. There is no question that the complexity of managing the coalescing and colliding interests of myriad owners and stakeholders in a modern corporation demands that any reform discussion begin with a large dose of humility and tolerance for ambiguity in defining the purpose of business. But we believe the current debate has muddied a fundamental truth: creating shareholder value is not the same as maximizing short-term profits. Companies that confuse the two often put both shareholder value and stakeholder interests at risk. Indeed, a system focused on creating shareholder value isn’t the problem; short-termism is”. (McKinsey & Company ; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. Valuation (Wiley Finance). Wiley.)*

<sup>20</sup> (BÖHM-BAWEEK, EUGENE V. *The Positive Theory of Capital; THE POSITIVE THEORY OF CAPITAL*, 1930)

<sup>21</sup> *“Agency relationships arise when someone, an agent, acts on behalf of another person, the principal. In a corporation, managers are the agents who act on behalf of the owners, the shareholders. If a corporation has in place a diligent management team that works in the best interests of its shareholders and other stakeholders, then the problem of passive shareholders and bondholders becomes a nonissue. In real life, unfortunately, management may not always work in the stakeholders’ best interests. Managers may be tempted to see to their own well-being and wealth at the expense of*

da discussão de Shareholder's Society e Stakeholder's Society terem implicações muito mais relevantes do que parecem sugerir, partimos da literatura sobre o impacto resultante do desalinhamento entre os objetivos perseguidos pela Gestão e os interesses dos Acionistas em uma corporação e como estes podem facilmente resultar em uma nova onda de destruição de valor por Agency Costs como a vivida por grandes corporações americanas na década de 1980 <sup>22</sup>.

A evolução das Finanças Corporativas e das discussões sobre Criação de Valor em Corporações e Value Creation Management nos indica que a resposta aos desafios de uma sociedade com objetivos de ESG presente em seu Zeitgeist, que buscam transformar estas questões de externalidades para variáveis endógenas do funcionamento das Corporações, não devem necessitar uma “revolução” das Finanças Corporativas, através de uma “reinvenção do capitalismo” e de uma Governança Corporativa organizada na forma de uma Stakeholder's Society. Pelo contrário, as indicações iniciais seriam exatamente inversas. Para atender a endogenização destes novos paradigmas, a Criação de Valor estará subordinada à eles nas relações futuras com os diversos Stakeholder's, de clientes à fornecedores, passando por colaboradores e entidades públicas. O desalinhamento pode afetar o valor presente do fluxo de caixa operacional futuro de diversas formas, desde a queda da demanda e deteriorização da marca, passando pelo custo e seleção adversa na contratação de colaboradores e relacionamento com fornecedores, até a existência

---

*their shareholders and others to whom they owe a fiduciary duty. This is known as an agency problem, or the principal-agent problem. The money of shareholders, the principals, is used and managed by agents, the managers, who promise that the firm will pursue wealth-maximizing business activities. However, there are potential problems with these relationships, which we will discuss next.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series) (p. 6). Wiley.).*

<sup>22</sup> *“How big can agency costs be? In a word, big. In 1988, before the frenzied bidding began in what would become one of the most celebrated takeover deals of all time, food and tobacco giant RJR Nabisco boasted a market capitalization of about \$13 billion. The buyout firm KKR won a protracted bidding war with a final price just over \$25 billion, borrowing over 90% of it. The deal was three times larger than any previous M&A transaction. Why? How could KKR pay so much when the market capitalization just weeks earlier was only about half this amount? Even more interesting for our purposes, how could RJR Nabisco's management have made a counter bid of \$25.7 billion, even higher than the final selling price paid by KKR, taking the market cap to nearly double? The answer is disconcertingly simple. Management merely submitted a business plan to the board that was completely different to the one that had been prepared prior to KKR making its colossal bid. It turned out that management didn't find KKR's assessment so far off after all, and they too could promise to just about double cash flows now that they saw the promise of an ownership cut. In other words, they were saying, “As a manager, I'll manage the business to be worth \$13 billion. But if you make me the owner, I'll manage it to be worth twice that.” The difference – \$13 billion – was the agency cost.” (Kaiser, Kevin; Young, S. David. The Blue Line Imperative: What Managing for Value Really Means . Wiley.).*

de riscos substancialmente aumentados em sua relação com entidades públicas. E tudo isto junto, fariam os novos recursos associados à estes novos paradigmas serem considerados Investimentos e não Custos ou Despesas, pois a Criação de Valor seria dependente deles e não afetada negativamente por estes. E, portanto, os novos paradigmas presentes neste Zeitgeist que valoriza os temas ambientais, de sustentabilidade e governança, conhecidos pela sigla ESG não resultam na necessidade de uma mudança das Governanças Corporativas das Corporações de Shareholder's Societies para Stakeholder's Societies, mas do aprimoramento das condições necessárias para a Criação de Valor da Empresa e, conseqüentemente, do Valor do Equity, já que, a Criação de Valor neste novo cenário pressupõe a aderência destes tópicos por parte da Gestão ou legislação e incentivos externos. E jamais pela autonomia em incorrer em Custos e Despesas justificadas apenas por estas premissas, criando mais um vetor de Agency Costs. Contudo, esta visão inicial apresentada acima tem de ser testada e confrontada antes de ser defendida, e este é o objetivo deste trabalho.

Portanto, para o desenvolvimento do presente trabalho, assumimos que os conceitos existentes que resumem a valorização das questões ambientais, sociais e de governança, nomeados aqui por "Novos Dogmas ESG" e "padrão ESG", são elementos existentes e inexoráveis deste momento que vivemos, e que é razoável supor que esta tendência se manterá e se consolidará, como elemento do Zeitgeist, no futuro previsível<sup>23</sup>. Assim, sendo obrigatório que essas questões hoje façam parte, de alguma forma ou proporção, da agenda das Corporações e por isto deve ser tema de estudo de Finanças Corporativas. Muito tem-se escrito e falado sobre este assunto, e, portanto, considerado neste trabalho como premissas. Este tema se torna ainda mais atual quando trazido à tona em um contexto de pandemia mundial em que a economia, a política e a sociedade como um todo se viram mais vulneráveis e a discussão de futuro, mais presente, com a necessidade da construção de uma literatura sofisticada e atualizada sobre estes temas.

A pergunta que procuramos responder é: "Neste novo ambiente econômico e social, a Governança Corporativa das Corporações precisa ser "reinventada" em um novo modelo de governança subordinado aos diversos participantes, comumente

---

<sup>23</sup> *"Conhecendo em profundidade o espírito da sua geração e dos tempos em que vive, você será mais capaz de explorar o zeitgeist. Você será aquele a prever e estabelecer as tendências"* (Greene, Robert. *As leis da natureza humana* . Planeta Estratégia).

denominados de Stakeholder's Society ou reinvenção do capitalismo, ou este novo cenário é apenas uma evolução natural e compatível com os modelos de Governança Corporativa alinhados aos conceitos de Criação de Valor em Corporações, comumente denominados por Shareholder's Society?

## 1.2 - Metodologia e Dados

Este trabalho tem o grande desafio de realizar uma abordagem teórica e conceitual acerca de um tema contemporâneo sem se afastar do rigor acadêmico e da tradição matemática da teoria econômica. O uso da discussão conceitual neste projeto se limita à discussão das hipóteses e caracterização das variáveis propostas como externalidades, endógenas ou exógenas. Ou seja, para determinar as condições de contorno que permitam a utilização dos modelos matemáticos desenvolvidos no âmbito das Finanças Corporativas, sem jamais descaracterizar a validade e o uso de tais, de forma que permita uma análise objetiva dos resultados.

Com o desenvolvimento dos mercados de capitais e a pulverização do controle das empresas, há uma tendência de que as empresas adotem estruturas conhecidas como corporações e sob este ambiente se instala o debate entre o papel da gestão e governança na geração de valor e seus possíveis impactos socioambientais. Nesse contexto, surgem termos e conceitos que buscam uniformizar e criar uma nova taxonomia para lidar com a complexidade do tema, como por exemplo a sigla ESG associada à investimentos e a classificação de "B Corps" às empresas que aprovam os requisitos à esta certificação. A conjunção desses fatores converge para o tema de estudo e pesquisa deste trabalho: independentemente da taxonomia adotada, entender se uma corporação que esteja alinhada com a visão de responsabilidade sócio ambiental precisa ser gerida, necessariamente, como uma "Stakeholder Company", pois estes objetivos seriam conflitantes com os objetivos intrínsecos de uma "Shareholder Company". Em resumo, se somente "reinventando o capitalismo" uma corporação poderia justificar os custos necessários para atender aos objetivos socioambientais (que para facilitar o uso da taxonomia neste trabalho, chamaremos de "adoção de padrões ESG") ou se a teoria de Finanças Corporativas, através de

sua perspectiva de Criação de Valor<sup>24</sup>, consistente com o arcabouço teórico existente, permitiria conciliar a incorporação destes objetivos anteriormente tratados como externalidades e trazidos como variáveis endógenas sem que para isto tenha-se que abandonar o conceito de uma Shareholder Company. De forma mais direta, entender se há conflito em uma “Shareholder Company” adotar padrões ESG. Será que o conflito está no gestor basear suas tomadas de decisão com base na geração de lucro de curto prazo, que é incompatível com o conceito de Value Creation, ou ao pensar nas implicações para a comunidade ao em torno e, de forma mais geral, ao planeta, ele estará necessariamente destruindo valor para os acionistas?<sup>25</sup> Ao longo deste trabalho, iremos discutir o conceito de Criação de Valor e como ele difere da visão simplória de maximização do lucro de curto prazo que são temas recorrentes nesta bibliografia. Importante ressaltar aqui que o valor de uma empresa, no longo prazo, de acordo com esta visão, em um ambiente eficiente, apresentaria uma estrutura de capital em equilíbrio, de forma consistente com o teorema de Modigliani-Miller<sup>26</sup> onde, a partir de sua Proposição I, conclui que a estrutura de capital é irrelevante nestas circunstâncias e que o valor da empresa é o valor presente descontado do custo de oportunidade do capital dos fluxos de caixa esperados das atividades operacionais, ou seja, o valor de uma empresa decorre do valor gerado (e, portanto, percebido) pelos clientes de seus produtos e/ou serviços.

Entender como é possível, e se é possível, criar valor corporativo a partir de uma Shareholder Company, com retornos aos acionistas como premissa de gestão decorrente de uma visão de longo prazo, evitando ineficiências alocativas e custos de agências<sup>27</sup> e, ao mesmo tempo, mantendo a dinâmica capitalista necessária para a existência de inovação através de Destruição Criativa<sup>28</sup> e conciliando com a visão de

---

<sup>24</sup> KAISER, Kevin.; YOUNG, David. *The Blue Line Imperative – What Managing for Value Really Means*, ed. Jossey-Bass (John Wiley & Sons, Ltd.).

<sup>25</sup> RAPPAPORT, Alfred.: *Ten Ways to Create Shareholder Value*, Harvard Business Review.

<sup>26</sup> MODIGLIANI, FRANCO; AND MILLER, MERTON H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Review*, Vol. 48, No3 (Jun., 1958) Modigliani, Miller, 1958)

<sup>27</sup> “(...) is that corporate governance relates to the “ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments.” (Tirole, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.)

<sup>28</sup> “Creative destruction is the process by which new innovations continually emerge and render existing technologies obsolete, new firms continually arrive to compete with existing firms, and new jobs and activities arise and replace existing jobs and activities. Creative destruction is the driving force of capitalism, ensuring its perpetual renewal and reproduction, but at the same time generating risks and upheaval that must be managed and regulated”. (Aghion, Philippe; Antonin, Céline; Bunel, Simon. *The Power of Creative Destruction*. Harvard University Press.)

Stakeholders e Shareholders e com a adoção de padrões ESG <sup>29</sup>, e em quais circunstâncias, é o principal objetivo desta monografia.

A base deste trabalho é a contribuição de diversos autores e economistas que abordam temas relacionados as Finanças Corporativas e temas correlatos, entre eles, mas não limitado aos citados autores: Franco Mondigliani e Merton Miller, Kevin Kaiser, Jean Tirole e Rebecca Henderson.

## 2 – DESENVOLVIMENTO

### 2.1 – Como o “padrão ESG” é uma tendência inexorável

O termo “ESG”, sigla para Environmental, Social and Governance (em português ASG - Ambiental, Social e Governança) surgiu depois que a nomenclatura *Socially Responsible Investing* (SRI) - ou em português: Investimento Sustentável Responsável - passou a ser frequentemente usada nas décadas de 1970 e 1980 referindo-se as práticas que incorporam tais questões nos modelos de negócio das corporações. A partir da maior busca e interesse pelo tema, que vem gradualmente ganhando força em todo o mundo, muitos fundos de investimento passaram a considerar critérios de boas práticas sociais, ambientais e de governança nas suas tomadas de decisão, indo além das tradicionais métricas econômico-financeiras, o que muitas vezes permite uma avaliação das empresas de forma holística, se aproximando cada vez mais de determinar o seu verdadeiro valor. O pioneiro foi o fundo de investimento norte americano Pax Sustainable Allocation Fund Investor Class (PAXWX), que se negava a investir em empresas que financiavam a Guerra do

---

<sup>29</sup> “Can Stakeholder Interests Be Reconciled? Much recent criticism of shareholder-oriented capitalism has called on companies to focus on a broader set of stakeholders beyond just its shareholders. It's a view that has long been influential in continental Europe, where it is frequently embedded in corporate governance structures. And we agree that for most companies anywhere in the world, pursuing the creation of long-term shareholder value requires satisfying other stakeholders as well. You can't create long-term value without happy customers, suppliers, and employees. We would go even further. We believe that companies dedicated to value creation are healthier and more robust—and that investing for sustainable growth also builds stronger economies, higher living standards, and more opportunities for individuals. Our research shows, for example, that many corporate social-responsibility initiatives also create shareholder value, and that managers should seek out such opportunities. For example, IBM's free Web-based resources on business management not only help to build small and midsize enterprises; they also improve IBM's reputation and relationships in new markets and develop relationships with potential customers.” (McKinsey & Company ; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation* (Wiley Finance) (p. 6). Wiley.).

Vietnã. Com o tempo, esse viés foi se tornando mais comum e nos anos 1980, muitos investidores evitavam investir em empresas responsáveis por grandes catástrofes ambientais. Na década seguinte, surgiram os primeiros índices financeiros socialmente responsáveis, como MSCI KLD 400 Social Index que reduzia investimentos em empresas ligadas a armas, cigarros e álcool, e o Dow Jones Sustainability Index, criado em 1999, que avaliava a performance de empresas conforme critérios que, mais tarde, seriam chamados de ESG<sup>30</sup>. Em 2005, o termo ESG e as práticas de impacto social ganharam força e foram oficializadas no relatório “Who cares Wins”, resultado de uma iniciativa da Organização das Nações Unidas (ONU)<sup>31</sup>. A partir dessa abordagem, muitas bolsas de valores ao redor do mundo passaram a criar seus próprios índices inspirados no padrão ESG. No caso brasileiro, a B3 criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Conforme o tema foi se tornando mais relevante e ganhando força nos diferentes países do globo, foi ficando cada vez mais difícil ignorar o conceito e as boas práticas sugeridas pelo ESG. Grandes instituições, governos e a sociedade como um todo vêm pressionando por um posicionamento acerca do uso de recursos naturais, da emissão de gases de efeito estufa, da eficiência energética, da poluição, da gestão do lixo, das políticas e relações de trabalho, da inclusão e diversidade nos processos de seleção, do engajamento dos funcionários, do treinamento da força de trabalho, dos direitos humanos, das relações com comunidades, da privacidade e proteção de dados, da independência dos conselhos de administração, da estrutura dos comitês de auditoria, da ética e da transparência. Hoje existem diversas iniciativas focadas em garantir que as empresas sigam práticas mais sustentáveis e, por isso, a tendência ganha ainda mais fôlego. O Global Reporting Initiative (GRI) é um exemplo de iniciativa sustentável que busca padronizar os relatórios de sustentabilidade das empresas em termos globais. No Brasil, as empresas listadas na B3 unem esforços para publicar tais documentos com base nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) – um conjunto de 17 objetivos globais definidos em 2015 pela ONU. Já o Pacto Global foi criado pela ONU em 2000 com o objetivo de encorajar empresas a adotarem políticas de responsabilidade social e sustentabilidade. Além

---

<sup>30</sup> MARTINS, Kaísa. “Entenda por que o ESG é a nova tendência para empresas”. Sankhya, 2021. Disponível em: <https://www.sankhya.com.br/blog/esg/>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

<sup>31</sup> MARTINS, Kaísa. “Entenda por que o ESG é a nova tendência para empresas”. Sankhya, 2021. Disponível em: <https://www.sankhya.com.br/blog/esg/>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

destes, vários outros exemplos de iniciativas de viés sustentável provam a tendência inexorável do padrão ESG, como o Acordo de Paris, Agenda 2030, Princípios para o Investimento Responsável (PRI) e *Sustainability Accounting Standards Boards*.

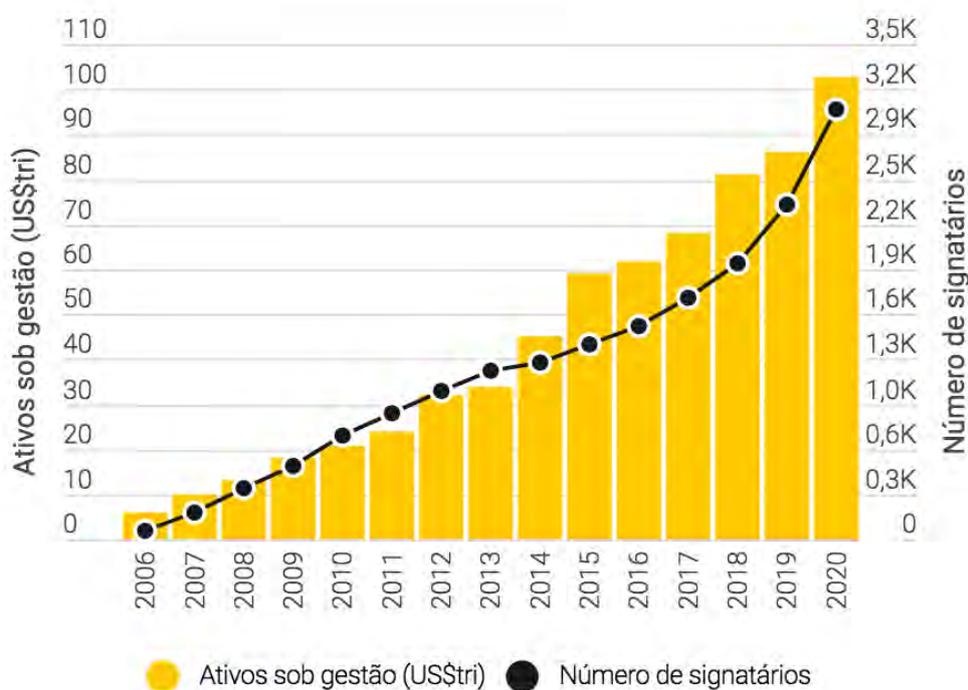
De acordo com a XP Investimentos<sup>32</sup>, globalmente já são mais de US\$30 trilhões em ativos sob gestão gerenciados por fundos que definiram estratégias sustentáveis, o que representa um aumento de 34% em relação à 2016 segundo a Global Sustainable Investment Alliance. Só na Europa são US\$14,1 trilhões – o que equivale a mais de 50% do total de ativos sob gestão do continente. Nos Estados Unidos esse número já representa aproximadamente 26% e no Japão, a representatividade dos investimentos sustentáveis está em 18%. Porém, ao analisarmos a taxa de crescimento dos últimos anos deste último, a tendência do padrão ESG fica evidenciada. Em 2016 esse número ficava em 3%, ou seja, nos últimos anos, houve um crescimento extremamente significativo. Outro dado que prova a aceleração do interesse sobre ESG ao redor do mundo é o número de signatários do código de sustentabilidade do PRI (sigla em inglês para Principles for Responsible Investment) – que por sua vez representa o compromisso dos grandes investidores institucionais do mundo de investir em negócios sustentáveis. Desde 2016, esse número mais do que dobrou, ultrapassando a marca de 3.000 membros e somando mais de USD \$100 trilhões em ativos sob gestão, número 15 vezes maior do que em 2016. Além disso, outro número que vem crescendo ano após ano é a quantidade de bolsas de valores ao redor do mundo que tem requisitado de forma ativa a divulgação de parâmetros ESG como condição para listagem de ações. Ainda de acordo com a XP Investimentos<sup>33</sup>, esse número ainda irá crescer e, tendo em vista a relevância crescente dos fatores ligados ao padrão ESG, provavelmente, em um futuro próximo, as empresas listadas terão, obrigatoriamente, que divulgar relatórios que abordam as perspectivas ambientais, sociais e de governança.

---

<sup>32</sup> UNGARETTI, Marcella. “ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema”. Expert XP, 2020. Disponível em: < <https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>>. Acesso em 15 de outubro de 2021.

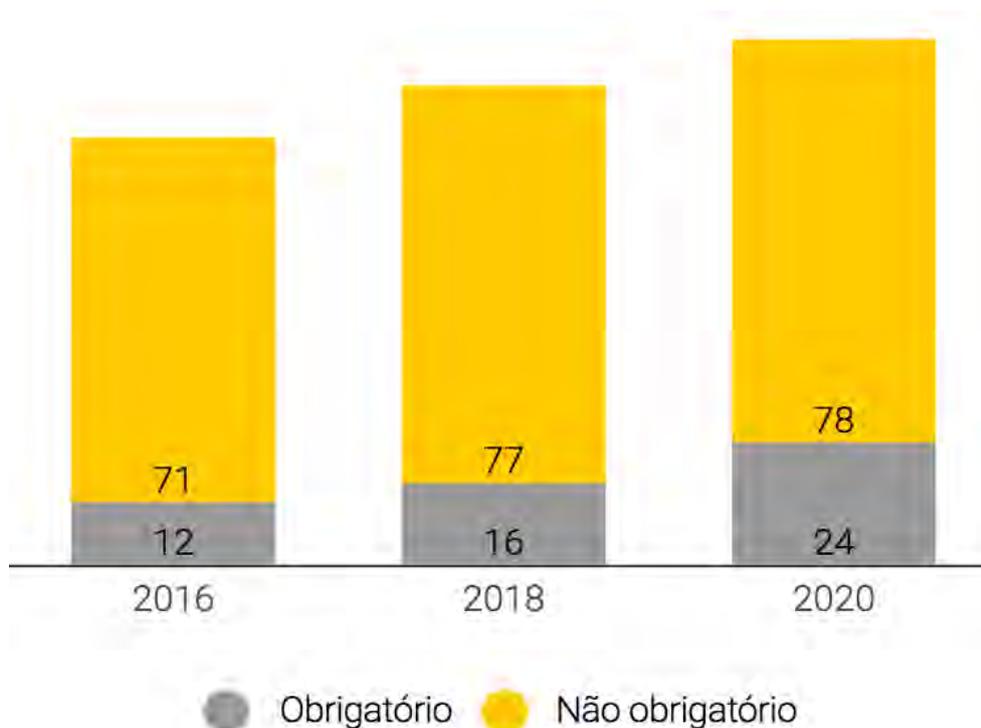
<sup>33</sup> UNGARETTI, Marcella. “ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema”. Expert XP, 2020. Disponível em: < <https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>>. Acesso em 15 de outubro de 2021.

Gráfico 1 - Evolução do AuM dos signatários do PRI e # de signatários



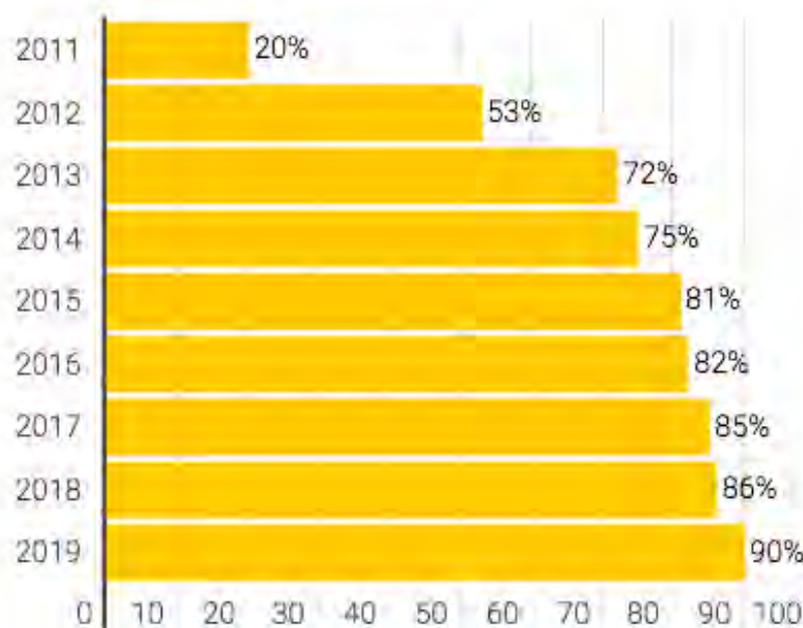
Fonte: PRI (Principles for Responsible Investment), XP Investimentos

Gráfico 2 - Divulgação de fatores ESG nas bolsas no mundo



Fonte: SSE, XP Investimentos

Gráfico 3 - Percentual do S&amp;P500 que divulga informações ESG



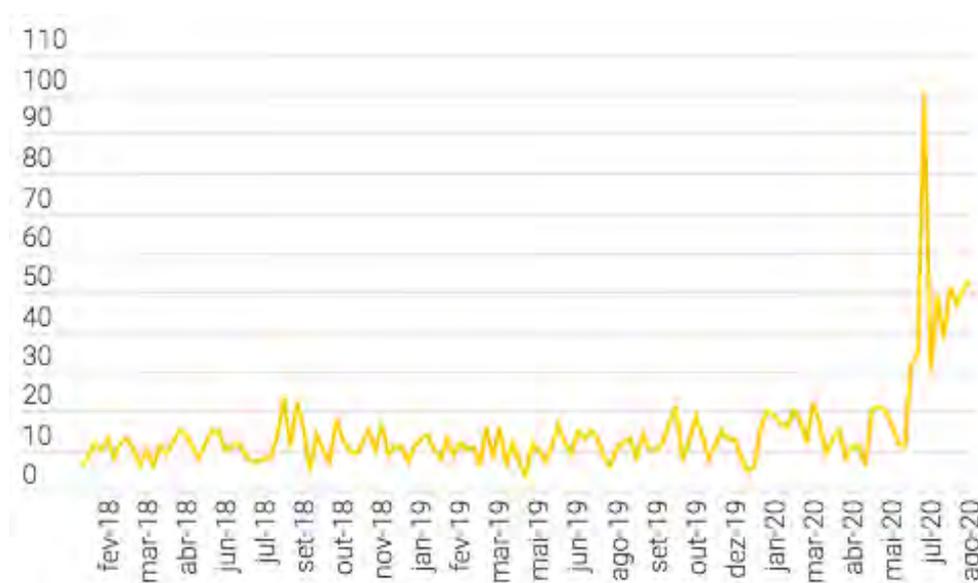
Fonte: Governance. & Ac, XP Investimentos

No Brasil, o tema ESG começou a ser discutido de forma mais intensa mais tardiamente quando comparado a outros países. A pandemia do Corona Vírus, porém, funcionou, assim como também em outros lugares, como um catalisador, evidenciando a importância e urgência do tema – o número de pessoas procurando saber sobre o assunto, aumentou expressivamente <sup>34</sup>.

<sup>34</sup> “This crisis stimulated existential debate on how our society will look—and how we want to reshape it—when we emerge from the crisis. At the heart of the debate, we find creative destruction. Indeed, COVID-19 has destroyed jobs and pushed huge numbers of firms into bankruptcy. Yet at the same time, the crisis has created room for new, innovative activities. As Barry Eichengreen explained in a recent article in *Prospect* (May 26, 2020) with the evocative title, “Schumpeter’s Virus: How ‘Creative Destruction’ Could Save the Coronavirus Economy, the retail sector will utilize artificial intelligence and automation more than ever, because consumers will not give up the habit of ordering online that they acquired during social confinement. Similarly, confinement revealed the virtues of remote working and of videoconferences. We also became acquainted with medical consultations by telephone or video. However, the realization that creative destruction can serve as a lever of growth after COVID presents a challenge to policy makers. On the one hand, they must “protect”: support viable firms in order to save jobs and preserve the human capital accumulated in those firms. On the other hand, they must “reallocate”: encourage the entry of new firms and new activities that are more efficient or more responsive to the new needs of consumers. In other words, they must accompany the process of creative destruction, without obstructing it. More importantly, the COVID-19 crisis acted as a wake-up call by revealing deeper problems that plague capitalism in the different forms it takes throughout the world: dysfunctional social welfare and health-care systems in the United States; inadequate innovation systems in Europe; and the lack of transparency or the excessive centralization of power in yet other countries.” (Aghion, Philippe; Antonin, Céline; Bunel, Simon. *The Power of Creative Destruction*. Harvard University Press.).

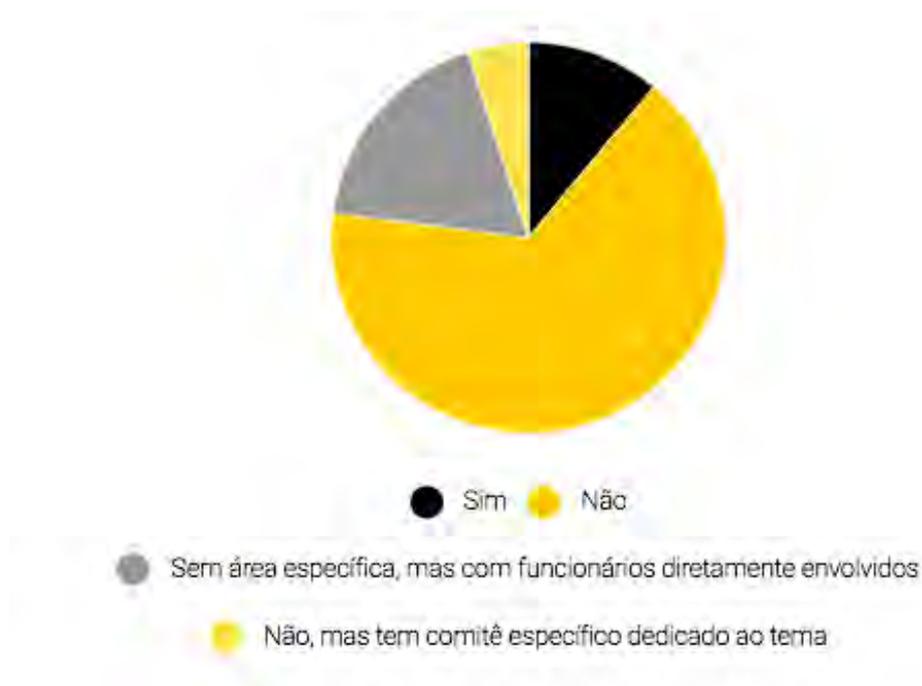
Ainda em termos nacionais, os dados referentes à indústria de investimentos sustentáveis ainda são incipientes e não apresentam tantos detalhes como acontece em outros países, mais desenvolvidos. No entanto, podemos utilizar alguns números relevantes para termos de comparação. De um total de 3.145 signatários do PRI, 62 são brasileiros, o que representa aproximadamente 2%. Apesar de ser um número relativamente baixo, comparando 2018 a 2019, houve um crescimento de 33%. De acordo com pesquisa realizada pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) que entrevistou 110 gestoras e administradoras de recursos no país, boa parte destes consideram o potencial impacto de questões ESG em seu processo de investimento. No entanto, são poucos que contam com uma área específica (11%) ou com funcionários diretamente envolvidos para estudar o tema (18%). Esse percentual é ainda menor quando avaliado o número daqueles que adotam um comitê específico para avaliar investimentos ESG (5%). Não obstante, o estudo mostrou ainda que o mercado tem avançado em importantes questões relacionadas ao assunto. Além dos gestores que possuem alguma política (21%) ou documento voltado para questões ESG (27%), parte deles declararam que estão estruturando um documento em relação ao tema (20%).

Gráfico 4 - Google Trends: Busca pelo termo "ESG" no Brasil



Fonte: Google Trends, XP Investimentos

Gráfico 5 - Sua empresa tem estrutura separada responsável por ESG?



Fonte: Pesquisa de Sustentabilidade ANBIMA, XP Investimentos

Gráfico 6 - Sua empresa possui política de investimento responsável / documento que formalize sua abordagem?



Fonte: Pesquisa de Sustentabilidade ANBIMA, XP Investimentos

Esses dados corroboram com nossa premissa sobre a relevância do tema no nosso Zeitgeist. À medida em que mais investidores se comprometem com questões

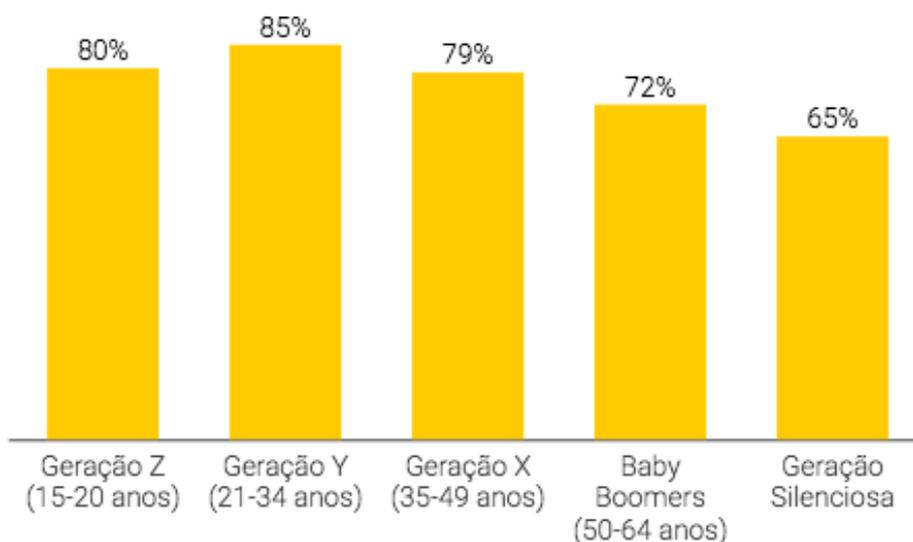
sociais, ambientais e de governança na hora de montar seus portfólios, mais evidente fica a necessidade das empresas em se atentarem a elas nos seus processos decisórios. É possível observar um crescente fluxo de capital para ativos ou fundos alinhadas com as práticas de investimento responsável ao mesmo tempo que o contrário também é verdade – há uma fuga de investidores para com empresas que adotam posturas reprováveis do ponto de vista social/ambiental. Atualmente quase um terço dos ativos financeiros do mundo são administrados com algum critério de sustentabilidade. *“In January 2018, for example, Larry Fink, the CEO of BlackRock, the world’s largest financial asset manager, sent a letter to the CEOs of all the firms in his portfolio that said the following: “Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate.”*<sup>35</sup>. Outro exemplo é o compromisso do Fundo Soberano da Noruega de desinvestir cerca de USD \$13 bilhões em ativos relacionados ao uso de combustíveis fósseis.

Além da pressão pelo lado dos investidores, as empresas também se veem cobradas pelo lado dos consumidores. Uma pesquisa divulgada em 2017 pela Nielsen, empresa global de informações de dados, com consumidores em todo o mundo mostrou que 81% dos consumidores apostam muito mais em empresas que ajudam a melhorar o meio ambiente e que mais de 60% dos consumidores estão muito ou extremamente preocupados com a poluição do ar, da água, uso de embalagens, resíduos de alimentos entre outros. A pesquisa mostrou ainda que os consumidores mais jovens, principalmente da geração z (nascidos entre 1995 e 2015) e geração y (nascidos entre 1980 e 1994) tendem a ser mais enfáticos em relação as questões abordadas pelo ESG. Isso pode ser explicado, como defendemos, pelas transformações no Zeitgeist que deriva de uma série de fatores que o influenciam como por exemplo o maior e mais fácil acesso a informação.

---

<sup>35</sup> (Henderson, Rebecca. *Reimagining Capitalism in a World of Fire*. P. 15 – PublicAffairs. Kindle Edition)

Gráfico 7 - É extremamente / muito importante que empresas implementem programas para melhorar o meio ambiente



Fonte: Nielsen, XP Investimentos

Sob esse prisma, temos ainda como extremamente relevante o papel da política neste contexto de transformação e valorização dos impactos sociais, ambientais e de governança das corporações. A construção de marcos regulatórios pode ser capaz de ajudar no engajamento de investidores institucionais, na criação de regras de divulgação de relatórios sustentáveis, além de impedir determinadas práticas que gerem impactos negativos na sociedade civil e na sua comunidade. Além disso, o incentivo por parte dos governos, ajuda a evitar o problema do carona, no qual as empresas se aproveitam de algo sem despende esforços ou pagar por isso. As empresas muitas vezes possuem incentivos de curto prazo para não cooperar e se aproveitar de determinadas situações. *“The problem with cooperating to create public goods, of course, is that even though we all benefit from their existence, we are often tempted to “free ride” by letting others do the hard work of building or maintaining them. It turns out that it’s usually very hard to sustain this kind of cooperation without the help of the state”*.<sup>36</sup> As empresas demandam ajuda dos governos para serem mais ESG. Um exemplo é a necessidade de incentivos para o uso de energias mais limpas – e geralmente mais caras -. Muitas vezes uma empresa que opta por essa prática, não será capaz de competir com outra que polui muito, mas que tem um custo muito menor. Por isso a necessidade e importância das práticas regulatórias e subsidiárias.

<sup>36</sup> Henderson, Rebecca. *Reimagining Capitalism in a World on Fire* (p. 44). PublicAffairs

Por fim, as práticas que nos levam a considerar o padrão ESG como uma tendência inexorável no nosso Zeitgeist, envolvem a geração de retorno dos ativos financeiros. São muitos os estudos e trabalhos acadêmicos que visam explicar a relação de causalidade entre portfólios focados em estratégias alinhadas ao ESG e rentabilidade. Segundo uma pesquisa realizada pelo PRI, dentre os aproximadamente 2.000 estudos publicados acerca do tema desde 1970, 63% concluem que existe correlação positiva entre a adoção de critérios ESG e retorno, enquanto 10% tem opinião oposta e 27% não encontraram relação significativa entre ambos os fatores<sup>37</sup>. Além dos estudos feitos com performance de ações, temos também vários trabalhos que buscam analisar os “green bonds”, títulos de renda fixa destinados a projetos de clima e meio ambiente, e sua tendência nos mercados financeiros.

Como consequência do que abordamos acima, temos que empresas com boas práticas de ESG correm menos riscos de enfrentarem problemas jurídicos, trabalhistas, boicotes de consumidores e de sofrerem ações por impactos ao meio ambiente. Assim, na prática, percebemos que as empresas estão sofrendo pressões cada vez maiores por parte dos diferentes agentes da economia, e a tendência de que as que não se adaptarem a essa nova visão de mundo e, conseqüentemente, se afastarem do Zeitgeist, ficarão, cedo ou tarde, sem condições competitivas.

## **2.2 - O que é uma Corporação, Limited Liability e Estrutura de Capital**

Em economia se estuda como atender as vontades ilimitadas das pessoas a partir de recursos escassos, envolvendo então todas as atividades produtivas, comerciais e empresariais, sejam estas realizadas por indivíduos sozinhos, instituições ou empresas – pensando em alocação de recursos e bem estar. Ao longo do tempo, as relações econômicas foram evoluindo e os agentes se articulando em organizações que se tornariam as entidades legais que chamamos de empresas ou firmas. Elas passaram por diversas transformações, atravessando diferentes ambientes jurídicos até possuírem a forma e as características que conhecemos hoje – com identidade própria e independente – além de passarem a ser denominadas Pessoas Jurídicas. Entretanto, não são todas as Pessoas Jurídicas que são

---

<sup>37</sup> UNGARETTI, Marcella. “ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema”. *Expert XP*, 2020. Disponível em: < <https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>>. Acesso em 15 de outubro de 2021.

denominadas Corporações. Estas podem ser empresas de diversos formatos, com diversas funções e objetivos, orientadas ao lucro ou não, privadas ou públicas, estruturadas por ações ou por cotas e até na forma de fundos de investimento, por exemplo.

O objeto de análise deste trabalho, no entanto, é esta categoria específica de Pessoa Jurídica – as Corporações – ou seja, as empresas presentes nas premissas básicas de Finanças Corporativas. Quando se aplica à diferentes formas jurídicas, normalmente estas são especificadas como exceção. A Corporação é uma empresa, Pessoa Jurídica, organizada na forma de uma Sociedade Anônima, por ações. A constituição de uma Corporação se dá pelo aporte inicial de capital dos acionistas, por seu Estatuto Social e devidos Registros. Após sua constituição são apontados seus gestores e estes iniciam suas atividades. Apesar de suas relações financeiras com acionistas, credores e outros stakeholders, a razão de existência de um Corporação é a produção de produtos (em suas diversas formas) ou a prestação de serviços (em suas diversas formas). Além dos aspectos citados acima, uma das principais características de uma Corporação é a responsabilidade limitada dos acionistas, chamada de Limited Liability. A partir deste princípio jurídico há a segregação total entre o indivíduo investidor, aquele que aportou o capital ou comprou as ações, e a pessoa jurídica Corporação. Por esta característica o acionista só é responsável pelo capital aportado na Corporação, até seu limite total. Em outras palavras, se a empresa perder mais dinheiro que seu Capital os acionistas não são obrigados à aportar ou responsáveis por passivos e obrigações remanescentes. Por isto que se diz que em uma Corporação o Acionista é aquele que aporta o Capital primeiro, retira por último, tem perdas limitadas e ganhos ilimitados <sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> “Uma corporação de sociedade anônima é uma entidade legal. Na visão da lei, trata-se de uma pessoa jurídica cuja propriedade é de seus acionistas e, nessa qualidade, ela pode firmar contratos, conduzir atividades, tomar emprestado ou emprestar dinheiro, e processar ou ser processada. Uma empresa pode fazer uma oferta por outra empresa e, assim, ocorrer uma fusão dos dois negócios. As empresas pagam impostos – mas não podem votar! Nos Estados Unidos, elas são constituídas sob as legislações estaduais, com base em seus estatutos, que definem o propósito do negócio e como ele deve ser governado e operado. Por exemplo, o estatuto especifica a composição e o papel do conselho de administração. Os conselheiros de uma corporação são eleitos pelos acionistas. Eles escolhem e aconselham a alta administração, e são requeridos para executar algumas ações corporativas importantes, tais como fusões ou o pagamento de dividendos aos acionistas. Os acionistas detêm o poder de uma empresa, mas ela possui uma personalidade jurídica diferente, portanto, os acionistas têm uma responsabilidade limitada, o que indica que não podem ser pessoalmente responsabilizados pelas dívidas contraídas pela organização. Quando houve a quebra da financeira norte-americana Lehman Brothers, em 2008, não houve demandas para que seus acionistas entrassem com mais dinheiro para saldar suas dívidas volumosas. Eles podem perder todos

Se entende por Estrutura de Capital de uma empresa a composição de seu Capital, formado por Capital Próprio, aquele aportado pelos acionistas, e Capital de Terceiros, aquele oriundo de operações de crédito ou dívida. Vimos que o Capital Próprio tem perda limitada e ganho ilimitado, pelo princípio de Limited Liability. Por sua vez, o Capital de Terceiros, tem ganho limitado à remuneração acordada, mas senioridade sobre o Capital Próprio, ou seja, deve ser honrado até seu limite total antes da remuneração dos acionistas. O entendimento do impacto da Estrutura de Capital sobre o Valor de uma Corporação que por sua vez é a base de uma enorme gama de ferramentas e teorias de Finanças Corporativas são resultado direto do chamado Teorema de Modigliani-Miller, que definiu a Irrelevância da Estrutura de Capital.

Por este Teorema, descrito no artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, publicado na *The American Review*, Vol. 48, No3 em junho de 1958, os autores demonstraram que em uma condição conhecida por Mercado Eficiente, onde a empresa consegue captar seus recursos, tanto por meio ações como por dívidas, a preços de equilíbrio, sem custos de transação e arbitragem, o valor da firma (Corporação) seria o valor das ações (Valor do Equity) somado ao valor líquido do capital de terceiros (Valor do Net Debt) e que o retorno do acionista (Cost on Equity) é uma função linear da alavancagem, pois, como o custo da dívida é menor, quanto maior o endividamento, menor o Capital Próprio e, por consequência, seu retorno <sup>39</sup>. Estas duas conclusões ficaram conhecidas como a Proposição I e II do Teorema de Modigliani-Miller, respectivamente <sup>40</sup>.

---

seus investimentos em uma organização, mas esse é o limite de suas perdas.” (Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas*).

<sup>39</sup> “In a now classic paper, Nobel Prize-winning economists Franco Modigliani and Merton Miller argued the important theory that, given certain assumptions, a company’s choice of capital structure does not affect its value. The assumptions relate to expectations and markets: 1. Investors agree on the expected cash flows from a given investment. This means that all investors have the same expectations with respect to the cash flows from an investment in bonds or stocks. In other words, expectations are homogeneous. 2. Bonds and shares of stock are traded in perfect capital markets. This means that there are no transactions costs, no taxes, no bankruptcy costs, and everyone has the same information. In a perfect capital market, any two investments with identical cash flow streams and risk must trade for the same price. 3. Investors can borrow and lend at the risk-free rate. 4. There are no agency costs. This means that managers always act to maximize shareholder wealth. 5. The financing decision and the investment decision are independent of each other. This means that operating income is unaffected by changes in the capital structure.” Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series)* (p. 201). Wiley.)

<sup>40</sup> “MM Proposition I: The market value of a company is not affected by the capital structure of the company. MM Proposition II: The cost of equity is a linear function of the company’s debt/equity

O Teorema de Modigliani-Miller definiu de forma definitiva a discussão de Valor e Criação de Valor em uma empresa. A partir da Irrelevância da Estrutura de Capital, se percebeu que em uma situação de equilíbrio com Mercado Ineficiente, a relação capital próprio e capital de terceiros não muda o valor da empresa, apenas define se o retorno do acionista é menor ou maior, dentro das possibilidades. O Valor da Corporação, então, é resultado do fluxo de caixa esperado trazido à valor presente pelo custo de oportunidade do capital resultante das atividades operacionais e não das financeiras <sup>41</sup>. É claro que este resultado depende de um cenário no qual os mercados de capitais são eficientes, mas é uma hipótese usual e validada por exemplos práticos em que a vantagem competitiva referente ao acesso à capital tende a ser a primeira a ser superada, especialmente quando se trata de Corporações <sup>42</sup>.

### 2.3 - O Dilema da divisão Gestão e Propriedade

Dentre as características de uma Corporação, está a separação entre o Gestor e o Acionista. Em diversas outras formas jurídicas, o acionista e o gestor são a mesma pessoa, o que faz a separação entre pessoa física e jurídica mais tênue. Como explica Richard Brealey, economista e professor na London Business School, “A separação existente entre propriedade e controle proporciona às sociedades anônimas a sua permanência. Mesmo que os administradores se demitam ou sejam demitidos ou substituídos, a sociedade permanece ativa. Atualmente, os acionistas podem vender todas as ações a novos investidores sem interromper as atividades da empresa.”. A separação entre gestores e acionistas acarretou em definições claras de seus poderes, direitos e atribuições. Sendo os gestores responsáveis pela Gestão e responsáveis fiduciários pelo capital dos acionistas, capital de terceiros e demais compromissos e obrigações assumidos pela Corporação. A atuação dos acionistas se

---

ratio.” Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series)* (p. 203). Wiley.

<sup>41</sup> “The most important decision a company makes in its pursuit of maximizing its value is typically the decision concerning what products to manufacture and/or what services to offer.” Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series)* (p. 199). Wiley.

<sup>42</sup> ALEXANDER, STEFAN.: “Notas de Aula: Seminário de Finanças Corporativas Aplicadas” – não publicadas. Departamento de Economia – PUC-RIO, 2021)

limita aos princípios da Governança Corporativa, participando em Assembleias e Reuniões de Acionistas e escolhendo gestores e, por vezes, membros de conselhos <sup>43</sup>.

## 2.4 - Custo de Agência

A separação entre Gestores e Acionistas leva à uma situação descrita pela literatura econômica como o Problema de Agência. Estes são os resultados de potenciais conflitos de interesses ou atuação de “representantes” frente aos interesses dos “representados”, neste caso, Gestores e Acionistas <sup>44</sup>. O Custo de Agência é um tema amplamente discutido na bibliografia de Finanças Corporativas e apontado como um dos principais fatores de destruição de valor das empresas <sup>45</sup>.

Entre os Custos de Agência comumente estudados estão aqueles que não destroem o Valor da Corporação, mas apenas o retorno do Acionista, pela definição da Estrutura de Capital e Alavancagem baixa. O objetivo dos Gestores quanto à Alavancagem, para permitir a Irrelevância da Estrutura de Capital, seria a chamada Dívida Ótima. Um nível de endividamento onde o Valor Criado pela empresa seria distribuído de forma ótima entre acionistas e credores <sup>46</sup>. Entretanto, existem situações

---

<sup>43</sup> “As the ownership of corporate wealth has become more widely dispersed, ownership of that wealth and control over it have come to lie less and less in the same hands. Under the corporate system, control over industrial wealth can be and is being exercised with a minimum of ownership interest. Conceivably it can be exercised without any such interest. Ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership appear to be the logical outcome of corporate development. This separation of function forces us to recognize “control” as something apart from ownership on the one hand and from management on the other.” (Means, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property* (p. 66). Taylor and Francis.)

<sup>44</sup> “Os conflitos entre os objetivos dos acionistas e dos gestores criam problemas de agência, e esses problemas surgem quando os agentes trabalham para os mandantes. Os acionistas são os mandantes e os gestores, seus agentes. Incorre-se em custos de agência quando: (1) os gestores não tentam maximizar o valor da empresa; e (2) quando os acionistas incorrem em custos para monitorar os gestores e restringir seus atos.” (Brealey, Richard. *Princípios de Finanças Corporativas* (p. 12).)

<sup>45</sup> “Agency relationships arise when someone, an agent, acts on behalf of another person, the principal. In a corporation, managers are the agents who act on behalf of the owners, the shareholders. If a corporation has in place a diligent management team that works in the best interests of its shareholders and other stakeholders, then the problem of passive shareholders and bondholders becomes a nonissue. In real life, unfortunately, management may not always work in the stakeholders’ best interests. Managers may be tempted to see to their own well-being and wealth at the expense of their shareholders and others to whom they owe a fiduciary duty. This is known as an agency problem, or the principal–agent problem. The money of shareholders, the principals, is used and managed by agents, the managers, who promise that the firm will pursue wealth-maximizing business activities. However, there are potential problems with these relationships, which we will discuss next.” Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. *Corporate Finance: 42* (CFA Institute Investment Series) (p. 6). Wiley.)

<sup>46</sup> “When companies make decisions about financial leverage, they must weigh the value-enhancing effects of leverage from the tax deductibility of interest against the value-reducing impact of

onde o Custo de Agência decorrente da atuação da gestão não prejudica apenas o Acionista, mas à todos os stakeholders no limite, pois destroi Valor da empresa. Estas situações decorrem de uma variedade de situações que podem envolver custos e despesas excessivas ou desnecessárias, ineficiências evitáveis e atos desta natureza. No longo prazo uma empresa que destroi valor prejudica toda a sociedade e especialmente aos stakeholders que se relacionam com esta, e não somente aos seus acionistas, seja de forma explícita, como no caso de uma falência ou bankruptcy, ou de forma mais sutil, pela transferência em rede de suas ineficiências (selecionado maus fornecedores, demitindo bons colaboradores e mantendo os piores, não recolhendo impostos, afetando às comunidades a sua volta e tantas outras formas – que de diversas maneiras tangencia a abordagem deste trabalho no âmbito dos “Padrões ESG”. Estas formas nocivas de Custo de Agência são muitas vezes interpretadas pelos observadores externos e interpretadas como “mazelas dos sistema capitalista e da busca pelo lucro”, quando na verdade podem ser exatamente o oposto. Este é um dos temas que exploramos neste trabalho.

Entre os casos mais conhecidos e discutidos de Custo de Agência estão os casos conhecidos por: RJR Nabisco e Enron. Para exemplificar de forma mais concreta a extensão deste problema, fizemos um resumo breve destes dois caso com base na bibliografia estudada.

### **1. Caso da RJR Nabisco**

O caso que envolveu a gigante norte americana do setor de tabaco e alimentos RJR Nabisco nos anos 1980 serve como um exemplo claro para o problema de custo de agência. O final da década serviu de pano de fundo para uma série de negociações envolvendo os membros da empresa, o conselho de administração, e os acionistas para uma ação de “leveraged buyout” (LBO), isto é, de compra alavancada de parte ou totalidade da companhia. Na época a empresa já ostentava uma capitalização de mercado de aproximadamente USD \$13 bilhões de dólares. F. Ross Johnson, talvez personagem principal dessa história, era o CEO da RJR Nabisco e, com o apoio de

---

*the costs of financial distress or bankruptcy, agency costs of debt, and asymmetric information. Putting together all the pieces of the theory of Modigliani and Miller, along with the taxes, costs of financial distress, debt agency costs, and asymmetric information, we see that as financial leverage is increased, there comes a point beyond which further increases in value from value-enhancing effects are offset completely by value-reducing effects. This point is known as the optimal capital structure. In other words, the optimal capital structure is that capital structure at which the value of the company is maximized.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series) (p. 213). Wiley.”.*

um consórcio de financiadores realizou uma oferta para comprar as ações da empresa objetivando tornar-se seu controlador. Essa transação representaria a maior já feita no mundo corporativo até então, mas, por uma série de fatores envolvendo práticas consideradas “moralmente controversas”, acabou não tomando o rumo provavelmente mais intuitivo.

As ofertas feitas para comprar as ações da empresa e ter o controle da mesma foram muito acima do seu valor real considerando os fluxos de caixa e contou com uma série de negociações com muita trama envolvida. Além de Ross Johnson e seus parceiros, que formavam o “Management Group”, apresentaram propostas também ao chamado Comitê Especial, a Kohlberg Kravis Roberts (KKR), empresa especializada em aquisições alavancadas, a firma de aquisições Forstmann Little e o First Boston Group.

A primeira proposta feita pelo grupo liderado por Johnson foi de USD \$75 por ação, valor 34% acima do preço pré oferta de USD \$55,875. A estratégia do grupo era vender o negócio de comida da RJR Nabisco e manter o negócio de tabaco já que eles acreditavam que associar a indústria do fumo a de alimentos acabava subestimando os ganhos desta última. Poucos dias depois, a KKR anunciou uma oferta concorrente na qual a estratégia seria de comprar até 87% das ações ordinárias da RJR Nabisco por US\$90 em dinheiro, o que representava um valor total de US\$10,3 bilhões, enquanto o restante das ações seria negociado pela KKR com o Comitê Especial. A estratégia da KKR para gerenciar a RJR Nabisco contrastou fortemente com a proposta do Management Group de venda de todos os ativos alimentícios da empresa. Eles acreditavam que não deveria haver o desmembramento das operações da empresa, pelo menos no curto prazo. É importante ainda ressaltar que houve tentativa das duas partes de unir esforços e apresentar uma oferta conjunta, mas, não conseguiram chegar a um acordo e abandonaram essa ideia.

O Comitê Especial então elaborou uma serie de regras e procedimentos para determinar qual alternativa melhor serviria para os acionistas e stakeholders da RJR Nabisco. Essas medidas contavam com a proibição de propostas condicionadas a venda de ativos da empresa, com o fato de que a proposta deveria prover os acionistas de “participação substancial relacionada as ações ordinárias” além de detalhes dos arranjos de financiamento.

Nesse cenário, houve o lance final de cada uma das partes. Em uma base por ação, a aposta da KKR foi USD \$75 em dinheiro, USD \$11 para ações preferenciais

com pagamento em espécie e USD \$6 de valor principal de dívida de conversão de pagamento em espécie, que a KKR avaliou em USD \$8 dólares. A dívida seria convertida em ações ordinárias ao final de um ano, a menos que o titular decidisse retê-la. Se toda a dívida fosse convertida em ações ordinárias, representaria 25% das ações ordinárias em circulação da RJR Nabisco. A parte em dinheiro da oferta seria financiada por USD \$1,5 bilhões em patrimônio líquido, USD \$3,5 bilhões em dívida subordinada e USD \$12,4 bilhões em dívida bancária. A KKR também planejava assumir USD \$5,2 bilhões de dívidas pré-existentes. No caso do “Management Group”, também em uma base por ação, o lance foi de USD \$90 em dinheiro, USD \$6 para ações preferenciais com pagamento em espécie e USD \$4 de ações preferenciais conversíveis. As ações preferenciais conversíveis, como uma classe, poderiam ser convertidas em cerca de 15% do patrimônio da empresa sobrevivente, mas eram resgatáveis pela empresa a qualquer momento pelo valor de face e dividendos acumulados. A parte em dinheiro da oferta seria financiada por USD \$ 2,5 bilhões em patrimônio líquido, USD \$ 3 bilhões em dívida subordinada e USD\$ 15 bilhões em dívida bancária. Como a KKR, o Management Group planejava assumir a dívida pendente de USD \$5,2 bilhões.

Em um acordo tão grande e complexo como o LBO da RJR Nabisco, a qualidade do grupo de negociação é um fator chave para o sucesso. Em todos os casos, as partes interessadas buscaram reter os melhores banqueiros de investimento do mercado, os melhores consultores jurídicos e os melhores financiadores. Nesse sentido a estratégia da KKR parece ter sido mais eficiente uma vez que conseguiu reunir nomes como Drexel Burnham Lambert, Merrill Lynch, Morgan Stanley e Wassertein Parella. Na contramão o Management Group acabou ficando apenas com um player relevante no sentido de acesso ao mercado de capitais: Salomon Brothers. O grupo do Forstmann Little's, por sua vez, contou com a aliança entre firmas de investimento e empresas interessadas. O banco de investimentos deles, Goldman Sachs, abordou diversos clientes corporativos com o intuito de chama-los para entrar no grupo. A ideia, por mais que não fosse divulgada publicamente, era “pre-sell” os diferentes segmentos da empresa para os compradores.

Por fim, a proposta mais complexa foi a do First Boston que propunha comprar o negocio de alimentos da RJR para notas de parcelamento que poderia ser

transformada, instantaneamente em dinheiro por um sindicato de bancos. A ideia era vender o segmento de comida, distribuindo parte dos rendimentos para os acionistas, antes de adquirir a parte de tabaco para si.

Após o recebimento de um lance inesperado, um conselho de administração geralmente faz um anúncio que a oferta não serve aos melhores interesses dos shareholders. Esse anúncio logo é seguido por convocação de novas ofertas uma vez que fique evidente que a empresa será adquirida. É a partir daí que percebemos a importância do papel do patrimônio social da empresa. O conselho da RJR, diferentemente daquilo que se esperava, se provou exceção ao processo à época quando assumiu um papel ativo na estruturação dos lances, monitorando e ajustando além de fazer a decisão final de qual seria a proposta vencedora. A escolha não se baseou apenas em qual seria o melhor preço por ação, mas também no impacto que a compra traria para cada um dos shareholders e stakeholders da companhia incluindo aí os funcionários, os fornecedores e toda a comunidade envolvida. O comitê especial deixou claro que o valor da empresa não levava em consideração apenas o preço por ação que cada um dos interessados tinha para oferecer, mas também a extensão da venda dos ativos, o número de empregados que seriam demitidos e o componente de ações que permaneceriam em poder público.

Em um primeiro momento, o “Management Group” ofereceu investir apenas USD \$20 milhões por uma participação de 8,5% na empresa (com uma opção de aumentar a participação para 20%). Essa proposta, de forma inesperada, foi imediatamente criticada pelo conselho. Este último pediu para que os interessados fizessem duas propostas: uma para a companhia como um todo e outra apenas para o segmento de tabaco. Isso trouxe maior flexibilidade e a permitiu uma melhor avaliação para a RJR. Somado a isso, o Comitê Especial estava preocupado que, por causa do tamanho da transação, alguns dos interessados iriam preferir se juntar do que competir.

Visto todo esse cenário, o caminho mais comum seria a vitória do Management Group já que sua oferta de USD \$112 por ação era USD \$700 milhões acima da feita pelo KKR, assim como a porção em dinheiro. Somado a isso, os membros que formavam esse grupo já tinham expertise do negócio já que participavam das atividades da empresa além de conhecerem os componentes do conselho.

Aparentemente todos esses fatores contribuiriam para a escolha de quem faria o LBO da RJR Nabisco. No entanto, quando as negociações findaram, todos esses motivos não foram suficientes para determinar o vencedor. O Management Group acabou perdendo e quem levou foi a KKR.

Os motivos pelos quais essa decisão foi tomada envolvem muitas questões. O primeiro motivo tem a ver com o problema do agente principal. No início das negociações a empresa valia aproximadamente USD \$13 bilhões. Como a KKR conseguiu pagar tão alto quando o mercado de capitais apenas semana antes avaliava a empresa em metade desse valor? Pior, como a administração da RJR Nabisco pode fazer uma proposta ainda maior, elevando a capitalização de mercado para quase o dobro? No livro “The Blue Line Management”, Kevin Kaiser afirma que em outras palavras, o grupo de Johnson estava dizendo “Como gestor, administrei o negócio para valer USD \$13 bilhões. Mas se você me tornar o dono, eu vou conseguir fazer o negócio valer o dobro disso”. A diferença entre esses valores, foi o custo de agência.

Outra razão que influenciou a tomada de decisão dos shareholders conta com o fato de que o conselho da empresa queria manter a companhia o mais intacta possível evitando turbulências e efeitos negativos para os empregados, fornecedores e parceiros. Como vimos anteriormente, a estratégia do grupo liderado por Ross Johnson planejava manter apenas o negócio de tabaco, enquanto a KKR prometia manter tanto o setor de tabaco como de alimentos o mais inalterado possível, pelo menos no curto prazo. Somado a isso, o Comitê Especial considerava prover os já existentes acionistas da opção de poder participar no buyout e partilhar dos ganhos da transação. O objetivo era deixar parte das ações da companhia em domínio público. Nesse sentido, a proposta da KKR contava com a distribuição de 25% do patrimônio da futura companhia aos acionistas já existentes enquanto a porcentagem que o “Management Group” oferecia era de apenas 15%.

O caso do LBO da RJR Nabisco é muito emblemático para as discussões de práticas ESG porque houve um esforço muito grande em ser responsável com todos os stakeholders da companhia. O Comitê Especial considerou extremamente relevante o impacto que esse movimento traria para as pessoas que de alguma forma estavam envolvidas com a empresa, e buscou minimizar qualquer efeito negativo.

Nesse sentido, a oferta da KKR garantia indenizações e outros benefícios aos empregados que perderiam seus empregos. É válido citar ainda que, após muitas negociações para decidir quem seria o responsável pelo LBO, todas as partes, tais como a gerência, os empregados, a comunidade, os fornecedores, os clientes e os próprios interessados, foram afetados. Havia muita incerteza sobre o rumo que a empresa iria tomar e isso fez com que o negócio fosse impactado. Era preciso buscar a estabilidade e para isso, a decisão que o Comitê Especial tinha que tomar, deveria se basear na identidade e cultura da empresa. Sendo assim, a KKR anunciou que fazia parte de sua estratégia recolocar J. Paul Stich como presidente e CEO da companhia. Esse nome, além de apresentar experiência e conhecimento das operações da empresa, era de alguém que sempre mostrou empatia e responsabilidade com os stakeholders. No outro lado, o Management Group pretendia manter F. Ross Johnson, que tinha fama de ser ganancioso, de ter gastos extravagantes e de ser insensível com os empregados e com a comunidade, como CEO. A imagem que Johnson construiu ao longo de muitos anos foi de uma pessoa que se preocupava muito mais com seu próprio status e poder do que realmente com a herança social positiva que poderia deixar para o mundo. Sua posição elevada dentro da RJR Nabisco trazia grandes responsabilidades e uma gama de pessoas que dependia inteiramente dele.

Em termos apenas monetários, de fato, as duas propostas eram próximas, mas o que impactou a decisão final levou em conta muitos outros fatores. A KKR aparentava estar muito mais afinada com os objetivos do conselho e preocupado com os efeitos do movimento nas pessoas envolvidas com a empresa e isso foi muito relevante na hora de fazer a escolha. Foi entendido que uma empresa faz parte da história de muitas pessoas e por isso ela não é um bem exclusivo de seus controladores, de quem lucra com ela. Seu papel é muito maior e cabe aos tomadores de decisão tornarem suas marcas ferramentas geradoras de bem estar social. A imagem do Ross Johnson não era compatível com essas práticas e isso fez com que ele, sempre muito ambicioso, perdesse o negócio e seu cargo de CEO de uma das maiores empresas do setor.

## **2. Caso da Enron**

Outro caso emblemático que envolve custo de agência refere-se a uma das maiores empresas de energia, commodities e serviços do mundo na época, a Enron Corporation. Fundada em 1985, ela começou se dedicando à exploração de gás natural e produção de energia de diversos tipos. Ao longo do tempo passou a investir também em outras áreas como tecnologia, gerenciamento de risco e derivativo climático. Teve um crescimento exponencial, chegando a ocupar o sétimo lugar das maiores companhias norte-americanas, tornando-se uma potência empresarial na época. No ano 2000 seu valor estimado alcançou 68 bilhões de dólares fazendo com que seus acionistas celebrassem sem saber o que estaria por vir pouco tempo depois. A empresa se tornou referência no que diz respeito a fraude e manobras contábeis. Hoje é mais conhecida por ser um clássico exemplo de como os conflitos de interesse entre acionistas e gestores podem prejudicar até mesmo grandes corporações.

Os executivos da Enron, com a aprovação dos membros que compunham o board de diretores no período, violaram as disposições do código de ética e do sistema de governança corporativa da empresa que proibiam quaisquer práticas envolvendo auto negociações por executivos. No caso em questão, o diretor financeiro da companhia firmou parcerias off-shore (nome comum dado a empresas e contas bancárias abertas em territórios onde há menor tributação quando comparada ao sistema de impostos do país de origem, nos chamados paraísos fiscais. Essa atividade é considerada lícita quando não é utilizada para ocultar a origem do dinheiro) nas quais atuou como sócio geral. Dado seu papel de executivo da Enron, ele conseguia firmar contratos em nome da empresa. Como sócio geral das parcerias recebeu enormes taxas oriundas desses negócios.

Essas parcerias tinham também outros propósitos. Com elas foi possível ocultar dívidas bilionárias do balanço da Enron e gerar grandes volumes de lucros artificiais. O método "Mark to Market" proposto por Jeffrey Skilling, CEO da empresa na época, fazia com que na contabilidade, o preço ou o valor do seguro fosse registrado em uma base diária que calculava lucros e perdas. O uso dessa estratégia fazia com que a Enron contabilizasse ganhos projetados para o longo prazo como receita corrente. Ao reportar essas entradas como capital na companhia, os executivos inflavam os balanços, conseguindo assim atrair investimentos e consequentemente subir o preço das ações. Além disso, como essas receitas não

estavam de fato entrando na empresa, os impostos eram relativamente baixos uma vez que são um percentual da mesma.

Com isso, a divulgação da verdadeira situação da empresa foi postergada, impedindo que os investidores e credores obtivessem informações críticas para avaliação e risco. Enquanto isso acontecia, os executivos da Enron vendiam suas próprias ações da empresa sabendo que o preço das mesmas estava superestimado. Vendiam por um preço muito acima do valor verdadeiro sabendo que alguma hora o negócio se tornaria insustentável e conseqüentemente ficaria desvalorizado no mercado.

Essa conduta violava vários princípios da boa governança corporativa e trouxe diversos prejuízos para os acionistas e credores da Enron. A verdade era que os ativos estavam se tornando cada vez mais arriscados, mas essa informação se limitava aos gestores. Os shareholders não estavam sendo informados das perspectivas deteriorantes que provavelmente fariam com que houvesse uma mudança de postura. Eles poderiam vender suas ações, receber um prêmio de risco mais elevado, mudar a gestão corporativa entre outras diversas possibilidades que poderiam trazer um efeito positivo se implementadas a tempo.

Em 2001, quando implodiu uma crise no setor de comunicações, as atenções do governo se voltaram para analisar com mais cautela os movimentos da Enron. Dentro e fora da empresa começaram a surgir boatos acerca da grande fraude que envolvia os executivos da companhia. Jeffrey Skilling e Ken Lay, presidente da Enron Corporation na época, resolveram se afastar de seus cargos sob a justificativa de razões pessoais. Sabendo das possíveis conseqüências, os dois gestores protegeram seus bens pessoais através de operações de mercado de capitais.

Antes de serem descobertos, executivos se regozijavam com taxas exorbitantes que saíam dos ganhos dos acionistas, ganhos estes que já eram exagerados pelos lucros artificiais. De acordo com matéria publicada na revista EXAME <sup>47</sup>, em 4 de fevereiro de 2002, “Kenneth Lay reuniu mais de 200 milhões de dólares em ações nos últimos quatro anos vendidas antes que o escândalo estourasse e transformasse em pó o fundo de pensão de mais de 20 mil funcionários da empresa”. Ou seja, não chegavam aos shareholders a informação completa sobre os problemas

---

<sup>47</sup> EXAME. São Paulo: Abril, ed 760, n. 4, fev. 2002. p. 23

que a companhia enfrentava até o colapso e pedido de falência da mesma, momento no qual as ações já haviam perdido essencialmente todo o seu valor.

Quando divulgado todo o esquema envolvendo a companhia, o problema se traduzia em perdas de USD \$68 milhões o que fez com que o preço da ação fosse de USD \$86 para USD \$0,30. O resultado de tal gestão contou também com a demissão de mais de milhares de empregados que inclusive ficaram sem receber seu fundo de pensão.

A US Securities and Exchange Commission, entidade norte americana responsável pela regulação de seu mercado de capitais conduziu um processo de auditoria da empresa que revelou anos de lucro inflado. Os responsáveis foram julgados e indiciados em 2004, sendo declarados culpados por crimes como fraude, conspiração, comercio ilegal e declarações falsas.

De acordo com Michelle Clayman, em “Corporate Finance: a practical approach”, a maioria, se não todos, os atributos essenciais da boa governança foram violados pelos gerentes da Enron, mas especialmente a responsabilidade de lidar de forma justa com todas as partes interessadas, incluindo investidores e credores, além da falta de transparência no fornecimento total das informações relevantes que diziam respeito a situação da empresa.

Nesse caso vemos com clareza o problema de agency cost. Os principais, acionistas, depositavam uma confiança excessiva nos agentes, gestores, acreditando que estes trabalhariam de forma diligente buscando gerar valor para a companhia e conseqüentemente para seus shareholders. Essa confiança exacerbada pode ser explicada, em parte, pela facilidade de acesso à negociação no mercado de ações. Tal fato fez com que até pessoas sem conhecimento algum sobre o assunto, se tornasse investidor no mercado de capitais. Pessoas que não possuem habilidade para perceber e entender oscilações e riscos, deixando suas economias totalmente nas mãos dos gestores das empresas. Conforme já foi dito, muitas vezes os investidores e credores limitam suas análises apenas aos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas, mas eles podem não estar representando de forma verossímil a sua realidade. Foi o que aconteceu com a Enron Corporation.

De fato, existe um risco quando se investe em uma corporação. No entanto, há uma diferença entre assumir os riscos existentes no mercado de capitais e admitir que as informações acerca de uma determinada empresa não sejam confiáveis. A empresa, mesmo para os investidores mais experientes, não levantava suspeitas.

Apesar de todo o otimismo, a Enron era uma empresa sólida, afinal de contas era a sexta maior empresa de energia do mundo em capitalização de mercado e a sétima maior empresa dos Estados Unidos em faturamento.

Em resumo, os administradores da corporação se utilizaram de manobras contábeis que mascaravam a real situação e geravam lucros inflados. Eles ganhavam em cima dos resultados obtidos, como por exemplo recebendo participação na empresa, então quanto maior o lucro divulgado, maiores suas bonificações. Isso comprova também como pode ser perigoso adotar índices de desempenho e programas de benefícios baseados nesses índices. Apesar de por um lado esse sistema recuperar parte do custo de agência, por alinhar, em parte, interesses de shareholders e gestores, ele pode funcionar como uma faca de dois gumes.

## 2.5 - O que é Value Creation e Value Creation Management

A criação e entrega de valor de forma eficiente é, ou deveria ser, o propósito de qualquer empresa. Se uma corporação que entrega determinado produto ou serviço é capaz de criar valor, muito provavelmente ela sobreviverá no longo prazo trazendo retornos não apenas para os acionistas, shareholders, mas também para todos os stakeholders envolvidos. No entanto, apesar de *a priori* parecer uma questão muito simples, é comum se perder nas diferentes definições do que é, de fato, “value creation”. Este termo é utilizado de forma livre por diversos autores. Para alguns, por exemplo, esse termo estaria completamente relacionado ao preço da ação da empresa no mercado de capitais ou ao seu valor contábil. Para outros, seria algo completamente subjetivo, ligado ao nível de satisfação do cliente, e, portanto, não mensurável de forma objetiva. Neste trabalho adotaremos a definição de valor predominante na literatura de Finanças Corporativas onde o valor de todo ativo é igual ao valor presente esperado, descontado pelo custo de oportunidade do capital, do fluxo de caixa <sup>48</sup>. E, por este mesmo conceito, define-se o valor intrínseco de qualquer

---

<sup>48</sup> “Every asset has an intrinsic value. In spite of our best efforts to observe that value, all we can do, in most cases, is arrive at an estimate of value. In discounted cash flow (DCF) valuation, the intrinsic value of an asset can be written as the present value of expected cash flows over its life, discounted to reflect both the time value of money and the riskiness of the cash flows. Value of Asset =

corporação <sup>49</sup>, sendo que, por definição, uma corporação cria valor aos seus acionistas quando investe caixa no presente para gerar mais caixa no futuro <sup>50</sup>. Dito isso, neste capítulo, vamos buscar descrever o que é valor, como gerir o valor, a importância e os perigos das métricas que visam quantificar valor e, por fim, como empresas orientadas para criação de valor abordam questões de vieses sociais, ambientais e de governança.

Em um sentido amplo, valor significa entregar felicidade por meio de produtos ou serviços, a partir de um preço pelo qual os consumidores estão dispostos a pagar, objetivando a maior rentabilidade de longo prazo do capital investido. Todos os indivíduos, independentemente de seu papel na economia, fazem parte da cadeia de geração de valor através da necessidade e instinto constante de buscar melhorar a qualidade de vida. Para isso, são criados modelos de negócio que visam de alguma forma tornar a vida do consumidor melhor ou mais fácil, que aqui iremos chamar de “satisfação” ou “valor ao cliente”, ao mesmo tempo que administra o fluxo de capitais de forma a cumprir os acordos com fornecedores, colaboradores, meios de produção e objetiva fluxos de caixa futuros positivos. Criar valor então está relacionado a entregar “satisfação” para as pessoas usando recursos de forma eficiente. Vale ressaltar que, de fato, a satisfação não é percebida de forma igual entre as pessoas <sup>51</sup>. Além de variar de pessoa para pessoa, as preferências podem mudar ao longo do tempo, o que faz com que as empresas precisem inovar o tempo todo para satisfazer uma demanda em constante transformação. Dito isso, o que permite satisfação para todos é o poder de escolha. Como consumidores, damos valor aos produtos e serviços

---

$\sum_{t=1}^N \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{1}{r} \left( 1 - \frac{1}{(1+r)^N} \right)$ . In this equation,  $E(CF_t)$  is the expected cash flow in period  $t$ ,  $r$  is the risk-adjusted discount rate for the cash flow, and  $N$  is the life of the asset.

<sup>49</sup> “Thus, to value the company, we have to value both the investments already made (assets in place) and growth assets (investments that are expected in the future) while factoring in the mix of debt and equity used to fund the investments”. Damodaran, Aswath. *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. Pearson Education.

<sup>50</sup> “Companies create value for their owners by investing cash now to generate more cash in the future. The amount of value they create is the difference between cash inflows and the cost of the investments made, adjusted to reflect the fact that tomorrow's cash flows are worth less than today's because of the time value of money and the riskiness of future cash flows.” McKinsey & Company ; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation (Wiley Finance)*

<sup>51</sup> “Happiness is relative, of course. What satisfies our need, and therefore motivate us, may not satisfy yours. Some people may think of clean drinking water as their greatest need. Others might not feel happy unless presented with three different options for sparkling bottled water at a fancy restaurant” (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.5). Wiley. Edição Kindle).

que nos deixam mais felizes, e, portanto, estamos dispostos a pagar por eles <sup>52</sup>. Se uma empresa consegue fazer isso de forma sustentável, ela está criando valor <sup>53</sup>.

Portanto, do ponto de vista da teoria de Finanças, criar valor significa ter um Valor Presente Líquido positivo (VPL), isto é, uma companhia cria valor na medida em que investe sistematicamente em projetos os quais o Retorno Esperado dos Fluxos de Caixa Futuros é maior do que o Custo de Oportunidade do Capital. Apesar desse conceito ser claro para a maioria dos gestores, aplica-lo na prática não é algo simples principalmente porque não conseguimos prever com precisão todos os futuros estados da natureza possíveis e suas respectivas probabilidades. O Retorno Esperado não é igual ao Retorno Projetado. Não vivemos em um mercado completamente eficiente, onde toda a informação é disponível e conhecida de forma igual pelos diversos agentes da economia. A verdade é que, mesmo que seja feita uma análise pela pessoa mais capacitada dentro da empresa, o valor de um projeto é algo desconhecido e independente do que aquela pessoa sabe ou acredita que sabe sobre os fluxos de caixa esperados. No entanto as expectativas pessoais são importantes já que são responsáveis por determinar o preço de um determinado ativo. Estes, nos mercados financeiros, são estimativas consensuais dos fluxos de caixa futuros e do custo de capital, que muitas vezes são carregados de crenças e opiniões que no final não representam necessariamente o que é o valor intrínseco. Isto só ocorre em situações onde existem as premissas de Mercado Eficiente. Em resumo, quando tratamos discussões sobre criação de valor, é comum confundir valor esperado com projeções já que os modelos de Valuation amplamente empregados em Finanças não distinguem claramente a diferença entre estes conceitos. No entanto, o valor de qualquer investimento é uma função dos Fluxos de Caixa Esperados, não das previsões de Fluxos de Caixa feitas pelos investidores. Por mais razoável que tais estimativas possam ser, elas jamais substituirão a verdadeira distribuição de probabilidade do valor intrínseco. Em última, cada investimento tem

---

<sup>52</sup> "The only job of any business is to figure out what makes people happy and then try to deliver that happiness at a price the consumers find reasonable, while at the same time earning a competitive return on invested capital. If a business can do that sustainably, it is value-creating" (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.5). Wiley. Edição Kindle)

<sup>53</sup> "But if it can't find out what makes people happy, or if it thinks it has figure it out but is wrong, or if it figures it out but charges too much for that happiness, or, finally, if it has figure it out what makes people happy and charges the right amount for it but can't make enough profit to adequately compensate for its own capital outlay, it will die. This may take some time, but the inevitable will happen eventually. We as consumers will kill the business because it is not creating value in our lives. " (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.5). Wiley. Edição Kindle)

um valor próprio, inobservável, que existe independente das crenças ou premissas de quem faz esta avaliação. Este está na base da confusão entre preço e valor, tão comum. Enquanto o primeiro é o resultado de um mecanismo de mercado, onde há oferta e demanda, um comprador e um vendedor, que determinam um preço de transação, o segundo, como vimos, é o valor presente dos fluxos de caixa livres esperados descontados do custo de oportunidade do capital, que em situações onde não existam as premissas de eficiência de um mercado, diferem do primeiro. Preço e valor não significam necessariamente a mesma coisa.

O valor intrínseco de uma empresa flutua ao longo do tempo de acordo com o fluxo de caixa esperado e o custo de oportunidade do capital. O valor da empresa cresce toda vez que ela investe em um projeto que tenha valor presente líquido (VPL) positivo e esse deveria ser o objetivo de toda empresa orientada para geração de valor. No livro “Blue Line Management: What Value Creation Really Means”<sup>54</sup>, Kevin Kaiser e David Young descrevem como a curva de valor flutua ao longo do tempo, no que eles chamam “The Blue Line”. Sempre que os fluxos de caixa esperados ou o custo de oportunidade do capital mudam, o valor também muda, e por conseguinte, a Blue Line flutua. Isso significa considerar uma série quase ilimitada de fatores que exercem influência nos futuros estados da natureza, como questões macroeconômicas, políticas, tecnológicas, sociais, culturais entre outros. Aumentar o valor da empresa significa aumentar a Blue Line, que apesar de sua natureza desconhecida, representa a função objetivo de qualquer corporação.

A literatura de Value Creation Management discute as discrepâncias e as ferramentas para um alinhamento entre a Gestão e a criação de valor. As consequências de uma gestão desalinhada com o propósito de criação de valor estão

---

<sup>54</sup> KAISER, Kevin MJ; YOUNG, S. David. *Blue Line Management: What Value Creation Really Means*. 2009.

na origem de diversas crises econômicas de nossa história <sup>55</sup> <sup>56</sup>. Conforme discutimos em capítulos anteriores, o Custo de Agência é uma das fontes de desalinhamento que proporcionam uma gestão destruidora de valor e este tema é discutido no artigo *Ten Ways to Create Shareholder Value* <sup>57</sup>, onde o autor recomenda dez princípios a serem seguidos pela gestão em um modelo de Value Creation Management. Estes estão listados abaixo:

---

<sup>55</sup> “The guiding principle of business value creation is a refreshingly simple construct: companies that grow and earn a return on capital that exceeds their cost of capital create value. Articulated as early as 1890 by Alfred Marshall, the concept has stood the test of time. Indeed, when managers, boards of directors, and investors have forgotten it, the consequences have been disastrous. The financial crisis of 2007–2008 and the Great Recession that followed provide the most recent evidence of the point. But a host of other calamities, from the rise and fall of business conglomerates in the 1970s to the collapse of Japan’s economy in the 1990s to the Internet bubble, can all to some extent be traced to a misunderstanding or misapplication of this guiding principle”. (McKinsey & Company; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation* (Wiley Finance)

<sup>56</sup> “When companies forget the simple value-creation principles, the negative consequences to the economy can be huge. Two recent examples of many executives failing in their duty to focus on true value creation are the Internet bubble and the financial crisis of 2008.

During the Internet bubble, managers and investors lost sight of what drove return on invested capital (ROIC); indeed, many forgot the importance of this ratio entirely. Many executives and investors either forgot or threw out fundamental rules of economics in the rarefied air of the Internet revolution. The notion of “winner take all” led companies and investors to believe naively that all that mattered was getting big fast, and that they could worry about creating an effective business model later. Increasing-returns logic was also mistakenly applied to online pet supplies and grocery delivery services, even though these firms had to invest (unsustainably, eventually) in more drivers, trucks, warehouses, and inventory when their customer base grew. When the laws of economics prevailed, as they always do, it was clear that many Internet businesses did not have the unassailable competitive advantages required to earn even modest returns on invested capital. The Internet has revolutionized the economy, as have other innovations, but it did not and could not render obsolete the rules of economics, competition, and value creation.

Similarly, behind the more recent financial and economic crises beginning in 2008 lies the fact that banks and investors forgot the principles of value creation. Banks lent money to individuals and speculators at low teaser rates on the assumption that house prices would only increase. Banks packaged these high-risk debts into long-term securities and sold them to investors who used short-term debt to finance the purchase, thus creating a long-term risk for whoever lent them the money. When the home buyers could no longer afford the payments, the real estate market crashed, pushing the values of many homes below the values of loans taken out to buy them. At that point, homeowners could neither make the required payments nor sell their houses. Seeing this, the banks that had issued short-term loans to investors in securities backed by mortgages became unwilling to roll over those loans, prompting the investors to sell all such securities at once. The value of the securities plummeted. Finally, many of the large banks themselves owned these securities, which they, of course, had also financed with short-term debt they could no longer roll over.

In the past 30 years, the world has seen at least six financial crises that arose largely because companies and banks were financing illiquid assets with short-term debt: the U.S. savings and loan catastrophe in the 1980s, the East Asian debt crisis in the mid-1990s, the Russian government default in 1998, the collapse in that same year of the U.S. hedge fund Long-Term Capital Management, the U.S. commercial real estate crisis in the early 1990s, and the Japanese financial crisis that began in 1990 and, according to some, continues to this day”. (McKinsey & Company ; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. *Valuation* (Wiley Finance) (pp. 10-11). Wiley. Kindle Edition.)

<sup>57</sup> RAPPAPORT, Alfred. *Ways to create shareholder value*. *Harvard business review*, v. 9, 2006.

- **Principle 1:** Do not manage earnings or provide earnings guidance.
- **Principle 2:** Make strategic decisions that maximize expected value, even at the expense of lowering near term earnings.
- **Principle 3:** Make acquisitions that maximize expected value, even at the expense of lowering near-term earnings.
- **Principle 4:** Carry only assets that maximize value.
- **Principle 5:** Return cash to shareholders when there are no credible value-creating opportunities to invest in the business.
- **Principle 6:** Reward CEOs and other senior executives for delivering superior long-term returns.
- **Principle 7:** Reward operating-unit executives for adding superior multiyear value.
- **Principle 8:** Reward middle managers and frontline employees for delivering superior performance on the key value drivers that they influence directly.
- **Principle 9:** Require senior executives to bear the risks of ownership just as shareholders do.
- **Principle 10:** Provide investors with value-relevant information.

Entretanto, não são apenas os desalinhamentos de interesses entre gestão e propriedade que resultam em destruição de valor. A confusão existente entre objetivos e indicadores também é uma questão que deve ser aprofundada, pois, da mesma forma que uma gestão por indicadores de um modo geral, pode afastar a empresa de seus reais objetivos, este fenômeno se dá com as questões referentes ao Padrão ESG.

Toda tomada de decisão de uma empresa tem um impacto no seu valor, em sua Blue Line, ou cria ou destrói, independente daquilo que os gestores acreditam <sup>58</sup>. No entanto, como eles não conseguem, de fato, observar e prever o comportamento

---

<sup>58</sup> “Despite the unobservable nature of the blue line, it still represents the objective function for every value-driven entity. Every decision a business undertakes impacts value and, therefore, the blue line, in some way. In short, every decision either creates value or destroys it. Whether the manager is aware of this does nothing to change the fact.” (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.95). Wiley. Edição Kindle).

da blue line, se limitam a gerir aquilo que é tangível, possível de ser quantificado, observado, como por exemplo preço da ação, nível de satisfação do cliente, Market share, custo de produção, rotatividade de colaboradores, custo de contratação, tempo médio de preenchimento de vagas, retenção de clientes, tempo usado para resolver cada reclamação em canais de SAC entre muitos outros. Todas essas métricas, conhecidas também como Key Performance Indicators (KPIs), são criadas por empresas e consultorias para tentar medir se as tomadas de decisão estão alcançando seu objetivo de criar valor ou não. Além disso, elas representam objetivos palpáveis para todos dentro da empresa, desde altos gestores até os funcionários mais juniores. No entanto, esta crença ingênua tem sido responsável por enormes quantidades de destruição de valor, já que não estão considerando o verdadeiro valor intrínseco. A verdade é que perseguir um objetivo inobservável é extremamente difícil, ainda mais para seres humanos que estão constantemente querendo maximizar suas preferências individuais e muitas vezes no curto prazo. É nesse contexto que esses indicadores-chaves emergem buscando medir a performance da empresa/negócio/investimento. O preço da ação de uma empresa negociada em bolsa é, talvez, um dos mais importantes exemplos de KPI's.

É muito comum no ambiente corporativo, mesmo cercado de pessoas qualificadas, acreditar que uma empresa que tem preço da ação crescente é geradora de valor, mas como vimos, preço e valor não são necessariamente sinônimos e o primeiro não passa de um consenso de mercado, por mais próximo que possa estar do verdadeiro valor intrínseco. De fato, espera-se que o preço da ação siga a tendência do valor da empresa, isto é, que elas caminhem próximas apesar de não serem coincidentes. O motivo é que, a medida em que os desvios entre valor e preço se tornam maiores, os investidores experientes em busca de possibilidade de arbitragem vão acabar ajustando por um simples mecanismo de mercado. Se as ações parecerem superavaliadas, com preços significativamente acima do valor verdadeiro, elas serão vendidas a descoberto. Se parecerem undervalued, com preços significativamente abaixo do valor verdadeiro, elas serão compradas. Ocorrerá ajuste de oferta e demanda trazendo o preço da ação para próximo do valor intrínseco. Temos ainda que os preços das ações das maiores empresas, daquelas com maior volume de negociação, vão estar sempre mais próximas da blue line já que vão ter mais informações disponíveis no mercado. Ainda nessa linha, à medida que questões socioambientais vão se tornando partes mais significativas do modelo, por exemplo,

omiti-las significa se afastar da blue line, e conseqüentemente destruir valor no longo prazo.

Ao longo da literatura, Kaiser e Young contrastam a ideia da blue line management com a red line management. Enquanto a primeira refere-se a gestão focada na criação de valor, a segunda refere-se a gestão focada em manter boas notas nos KPI's, ou seja, nos indicadores de performance observáveis e mensuráveis. Muitas vezes acontece da empresa se declarar voltada para criar valor, mas na prática o único objetivo é aumentar o preço da ação ou, de forma mais geral, atingir as metas no final do semestre. No livro, os autores afirmam que uma empresa que busca a blue line nunca tenta gerir o preço de suas ações. Um preço mais alto é considerado uma recompensa, uma consequência, não um objetivo. Em suma, temos que a blue e a red line podem nunca coincidir por inteiro, no entanto, quando vista sobre um horizonte de tempo suficientemente grande, um alto nível de convergência é esperado devido aos esforços incessantes de investidores bem dotados para identificar títulos com precificação incorreta e lucrar com isso <sup>59</sup>. Tal abordagem sugere que a única forma de crescer o preço da ação, ou qualquer outro KPI, como selos e classificações, no longo prazo, é tomar decisões que criem valor, ou seja, que aumentem a blue line. Em todas as organizações modernas, o acesso crescente aos dados permite que os gerentes rastreiem uma miríade de métricas que indicam o desempenho relativo de diferentes elementos de seus negócios e comumente estas se tornam o foco de um indivíduo ou de um time inteiro. Na realidade, quando percebem que determinada meta está sendo usada para medir sua performance, mesmo que ela não gere diretamente algum tipo de compensação, vai ser muito difícil não começar a gerir a métrica para "aparentar" bons resultados. Quando isso acontece, a destruição de valor é quase certa. Se o gestor dedica tempo ou outros recursos da empresa para gerir a red line, é quase certo que os recursos desviados farão com que a blue line sofra uma queda. Perseguir um aumento do preço da ação por exemplo muito provavelmente fará com que ela caia no futuro porque não necessariamente valor foi gerado. Reforçando, uma empresa orientada para geração de valor nunca tenta gerir o preço

---

<sup>59</sup> "The red and blue lines will never entirely coincide, but when viewed over a sufficiently long-time horizon, they will converge to a high degree because, as mentioned, clever investors will try to ceaselessly to spot and exploit mispriced securities." (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.99). Wiley. Edição Kindle).

da ação. Ela simplesmente deixa que este seja definido pelo próprio mercado, que quanto mais eficiente for, mais corretamente fará esse trabalho.

Quando se adiciona recompensas para o atingimento de determinadas metas, esse cenário se agrava ainda mais. Perseguindo bônus, prestígio, ascensão hierárquica entre outros, muitas vezes os gestores podem “maquiar” esses números, fazendo com que os KPI's não signifiquem nada em relação a geração de valor. Há um claro conflito para o gestor decidir se deve se orientar pelo curto prazo através de decisões baseadas nos KPIs, que podem alavancar suas carreiras ou interesses pessoais, ou se deve se orientar para a geração de valor. No final, indicadores são os resultados observáveis de comportamentos, após a influência de diversos fatores aleatórios que surgem entre as decisões de negócios e seus resultados. Na melhor das hipóteses, eles são parâmetros barulhentos, com ruídos, de quão bem os verdadeiros direcionadores de valor estão sendo geridos. Como todo mundo na empresa trabalha em função dos KPIs, se torna impossível confiar nos indicadores ou interpretá-los de forma significativa. O gestor não vai conseguir entender como mudanças no comportamento impactam resultados e a criação de valor. Dada a dificuldade inerente em distinguir projetos de valor presente líquido positivo de projetos de valor presente líquido negativo, até mesmo nas melhores circunstâncias, criação de valor se torna algo praticamente impossível quando os números são “maquiados” e não representam a realidade.

De fato, os KPI's são indispensáveis para o aprendizado organizacional e podem ser realmente úteis, mas essa função crítica funcionará apenas se o sistema de medição de desempenho for projetado para revelar a verdade. A função principal dos KPI's em um negócio orientado para geração de valor é promover o aprendizado organizacional, como uma espécie de sinais de alerta precoce, uma missão que quase certamente será prejudicada quando os indicadores forem usados para incentivos. Criar valor é realmente algo difícil pois é algo invisível. Em um mundo onde não é possível ter acesso a todas as informações e distribuições de probabilidade, a cultura corporativa de sucesso é aquela que promove experimentação. Não apenas método de tentativa e erro é tolerado, como é fortemente encorajado. O problema é que esse tipo de cultura acaba não prevalecendo em um cenário no qual gestores são forçados a ficarem obcecados com resultados. As métricas inobserváveis que de fato levam a criação de valor, chamadas por Kaiser e Young de “Value Drivers” incluem motivação dos funcionários, relação com consumidores e fornecedores e a configuração dos

equipamentos e maquinários nas fábricas <sup>60</sup>. Para substituir essa difícil capacidade de medir objetivamente o quão boa é a relação da empresa com um determinado fornecedor, a gestão busca capturar através de um KPI, que por sua vez se torna uma meta a ser alcançada. O problema é que não há uma relação causal clara e direta entre uma determinada decisão de negócio e seu resultado medido por um KPI. Entre o momento da decisão e o momento do resultado, uma série de variáveis terão surtido efeito, muitas delas tendo pouco ou nada a ver com as ações da administração <sup>61</sup>.

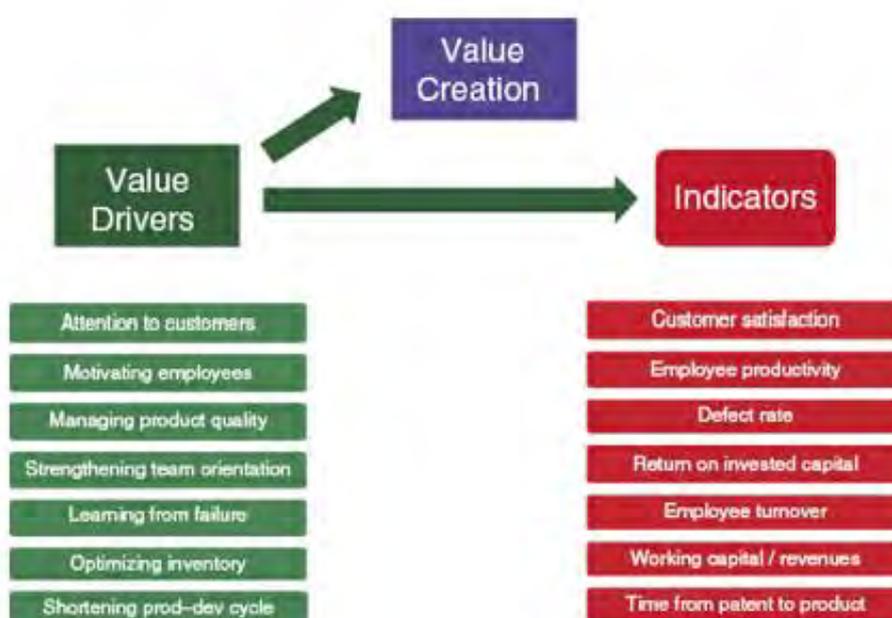


Figura 1 - The relationship between value drivers and indicators, and how they relate to value creation

Fonte: Kaiser, Kevin; Young, S. David. The Blue Line Imperative

Quando a discrepância entre a red line e a blue line se torna significativa, os verdadeiros KPI's revelam problemas, permitindo que a empresa e seus funcionários entendam que precisam recalcular a rota. No entanto, quando negócios são

<sup>60</sup> "As shown in Figure 5.3, value creation is achieved through actions and behaviors commonly known as value drivers – critical success factors that must be managed well if the business, any business, is to succeed. Examples of value drivers include employee motivation, customer and supplier relationships, and the configuration of equipment and machinery in factories." (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.102). Wiley. Edição Kindle).

<sup>61</sup> "The problem is that indicators are only observable results of behaviors, and their outcomes encompass the influence of myriad other factors. There is no clean, direct causal relationship between a given business decision and its outcome measured by a KPI. Between the time of the decision and the time of the result, a number of variables will have had an effect, many of them having little or nothing to do with the actions of management." (Kaiser, Kevin; Young, S. David. *The Blue Line Imperative* (p.102). Wiley. Edição Kindle).

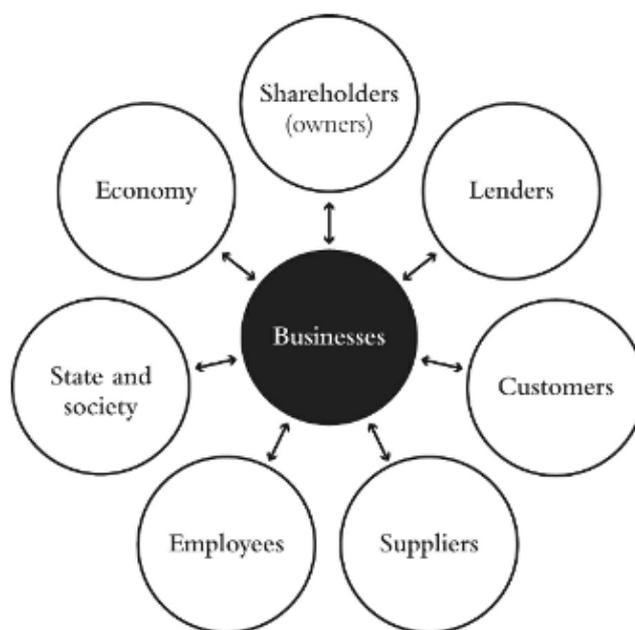
gerenciados em função dos resultados desses indicadores, os problemas que poderiam ser revelados são suprimidos, escondidos e ignorados. Grandes volumes de riqueza já foram destruídos por causa dessa comum tendência entre executivos de confundir valor e preço de ação, sob a crença de que atingir as metas de KPI é gerar valor. Alcançar um maior preço de ação, ou entregar metas de KPI, não significa gerar valor pro acionista. Quando gestores possuem incentivos para gerir em função desses indicadores, a situação fica ainda mais crítica pois estes não mais representam aquilo que deveriam – um termômetro da blue line. Crescimento de vendas e margens de lucro, por exemplo, são indiscutivelmente indicadores importantes, mas como podemos interpretá-los quando sabemos que, em certa medida, eles são falsos? São maquiados apenas para mostrar que a administração foi capaz de alcançar os resultados esperados e que nesse sentido podem representar claros conflitos de interesse. KPIs são indispensáveis, no entanto, só servem se representarem fielmente a verdade da realidade da empresa, e muitas vezes não é o que acontece na prática. Empresas Blue Line sobrevivem porque são focadas no valor de longo prazo. Outras empresas, que ainda de acordo com Kaiser e Young (2013) são chamadas Red Line Companys, inevitavelmente desaparecem porque são focadas em outras definições de valor.

Entender como questões relacionadas aos âmbitos sociais, ambientais e de governança dentro das corporações criam ou destroem valor é tema de estudo do presente trabalho. Já assumimos como premissa que a valorização desses tópicos no atual Zeitgeist é uma tendência que consideramos indiscutível, e que por essa razão devem ser inseridos nos modelos de Finanças e conseqüentemente no cálculo de valor. Neste capítulo, o objetivo é descrever os perigos de perseguir selos “ESG” ou “B corps” e como este tipo de gestão pode ser responsável por diminuir o VPL das empresas, e conseqüentemente a sua Blue Line.

Os desafios de globalização, mudanças climáticas, desigualdades de renda e o crescente poder da tecnologia são alguns exemplos de fatores que fizeram com que as pessoas repensassem o papel das corporações e todo o sistema capitalista, muitas vezes pressionando por mais regulamentação por parte do governo e por mudanças radicais na governança corporativa. Alguns chegaram a argumentar que “o capitalismo está destruindo o planeta”. No entanto essa não é a primeira vez que o sistema no qual a criação de valor ocorre, está sob “chamas”. Na virada do século XX nos Estados Unidos, temores sobre o crescimento do poder das empresas com as

grandes fusões levantaram questões que culminaram em uma aplicação mais rigorosa das leis antitruste. A Grande Depressão dos anos 1930 foi outro momento, quando o prolongado desemprego minou a confiança na capacidade do sistema capitalista de mobilizar recursos, levando a uma série de novas políticas nas democracias ao redor do mundo.<sup>62</sup>

Figura 2 - The Company at the Center Point of Its Stakeholders



Fonte: Schwab, Klaus; Stakeholder Capitalism

De fato, criar valor de longo prazo para os acionistas está intrinsecamente ligado a satisfazer também os desejos e necessidades de todos os stakeholders. Isso porque é impossível aumentar o VPL de uma corporação ignorando seus consumidores, fornecedores e empregados. Investir em crescimento sustentável deve resultar, e de fato como a evidência apresenta resulta, em economias mais fortes, com padrões de vida mais elevados e mais oportunidades para os indivíduos. Nesse contexto, então, não deveria ser surpresa que o sistema capitalista criador de valor

<sup>62</sup>“A crítica de hoje inclui um apelo às empresas para incluir um conjunto mais amplo de stakeholders em suas tomadas de decisão, que vão além dos interesses exclusivos dos acionistas. É uma visão que há muito tempo tem influência na Europa Continental, onde frequentemente as empresas são embutidas de estruturas de governança corporativa. Nos Estados Unidos, assim como em outros países, tal abordagem também vem ganhando força nas últimas décadas.” (Goedhart, Marc; Koller, Tim. “The value of value creation”. McKinsey & Company, June 16, 2020. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-value-of-value-creation>>. Acesso em: 15 de Setembro de 2021)

sirva como um catalisador do progresso, seja tirando milhões de pessoas da pobreza, contribuindo para taxas de alfabetização mais altas ou promovendo inovações que melhoram a qualidade e expectativa de vida.<sup>63</sup> Um deles pode ser a missão da Lego de “brincar bem”- usar o poder da brincadeira para inspirar os “construtores de amanhã, seu meio ambiente e sua comunidade”, levou a criação de um projeto que une dezenas de crianças na China rural com seus pais que trabalham. Programas como esses, sem dúvida, desempenham um papel em difundir a marca da Lego em todas as comunidades e dentro da própria empresa<sup>64</sup>. Porém, é difícil medir impactos desse tipo de atividade. Eles ainda não são facilmente traduzidos em métricas auditáveis e replicáveis capazes de capturar seus custos e benefícios. O chamado padrão ESG é uma possível resposta para esse desafio, mas perseguir selos, como vimos, pode ser perigoso.

Nesse prisma, podemos entender questões de sustentabilidade como claros indicadores a serem alcançados dentro das empresas. “Conquistar” determinado selo pode ser extremamente importante para construção da imagem da marca, mas quando é gerido pela red line, se preocupar com essas questões pode ser sinônimo de destruição de valor. A própria realidade nos prova o cuidado que as empresas precisam ter ao tratar esse tipo de questão. Adotar práticas reprováveis do ponto de vista ambiental, social ou de governança podem acarretar em retaliações, seja pela perda de clientes, perda de mercados, perdas de licenças, multas, dificuldade no acesso ao capital entre outros, por isso é muito importante persegui-las discernindo um objetivo red line e um objetivo blue line.

---

<sup>63</sup> (Goedhart, Marc; Koller, Tim. “The value of value creation”. McKinsey & Company, June 16, 2020. Disponível em: < <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-value-of-value-creation>>. Acesso em: 15 de Setembro de 2021)

<sup>64</sup> (Goedhart, Marc; Koller, Tim. “The value of value creation”. McKinsey & Company, June 16, 2020. Disponível em: < <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-value-of-value-creation>>. Acesso em: 15 de Setembro de 2021)

Tabela 1 - Gestão por Indicadores vs. Gestão por Value Creation

	GESTÃO POR INDICADORES visão de curto prazo	GESTÃO POR VALUE CREATION visão de longo prazo
DISCURSO	Adota um discurso ESG	Adota um discurso com a visão ambiental, de sustentabilidade e governança alinhada com as Práticas. Alinhando, com transparência, a capacidade de todos os Stakeholders realizarem projeções mais aderentes ao Valor Esperado, permitindo que o Preço se aproxime do Valor.
SELOS E CERTIFICADOS	Adota selos e Certificações para satisfazer o "mercado" e tenta cumprir as exigências dos selos e certificações.	Adota Práticas que procura transmitir com Transparência. Dentre as medidas de transparência que pode adotar incluem-se selos e certificações que correspondam a medidas e práticas efetivamente adotadas. Mas não aceita nenhuma imposição externa se ela não for verdadeiramente efetiva.
PROCESSOS DE SELEÇÃO	Faz processos de seleção (colaboradores, parceiros e fornecedores) com o único objetivo de melhorar indicadores de curto prazo (cotas)	Análisa seus indicadores, mas toma medidas efetivas para que os processos de seleção (colaboradores, parceiros e fornecedores) escolham os melhores sem restrições preconceituosas de qualquer natureza, pois acredita que o preconceito leva a uma fronteira de produção menor e menos valor. Não observa os processos na forma de amostras estatísticas de portfólio, mas caso a caso, independente do resultado final.
APOIO À CAUSAS	Apoia causas genéricas como estratégia de marketing	Acredita em ações Concretas e em Causas relacionadas à sua comunidade e seus stakeholders. Acredita que estas ações vão permitir uma imagem institucional e de marca que vai resultar em maior lealdade e desejo pelos consumidores, em seleção de melhores talentos (colaboradores, parceiros e fornecedores), em atração de melhores parceiros e fornecedores de longo prazo, em apoio institucional e da comunidade (que reflete em menores riscos) e em menor custo de capital (atração de acionistas e credores de longo prazo). Mas que este processo decorre da Formação de Expectativas corretas pelos agentes, e advém da decorrentes da Comunicação e Atuação Efetiva.
CAPTAÇÕES	Faz emissões de dívida com prêmio associado ao cumprimento de exigências de uma certificadora para se beneficiar de um custo de capital menor.	Faz uma Comunicação Transparente e alinhada com Práticas de forma a construir um ativo de credibilidade que permite reduzir o custo de capital em todas as emissões no longo prazo.
CUSTO vs INVESTIMENTO	Sacrifica retorno de longo prazo do Acionista para financiar ações de Comunicação e Marketing de curto prazo.	Investe recursos da empresa em ações práticas e em sua comunicação objetivando criar valor para os acionistas à longo prazo decorrentes dos efeitos destas na percepção de clientes e stakeholders, posicionamento estratégico e menores riscos institucionais. Não faz sacrifícios, mas investimentos que geram Valor.

Fonte: ALEXANDER, STEFAN.: “Notas de Aula: Seminário de Finanças Corporativas Aplicadas” – não publicadas. Departamento de Economia – PUC-RIO, 2021

Perseguir um selo/certificado do mercado que eleva a reputação da empresa e consequentemente de seus gestores e acionistas, com certeza aumenta a red line. Logo, as pessoas começam a adotar práticas, como por exemplo fazer processos de seleção de colaboradores, parceiros e fornecedores, com o único objetivo de melhorar indicadores de curto prazo, bater cotas. Muitas vezes assumem causas genéricas apenas como estratégia de marketing para associar a imagem da marca a questões de sustentabilidade, mas não transformam isso em fortes pilares da cultura organizacional. Somado a isso, perseguir um discurso sustentável permite à empresa ter acesso a investimentos a um custo de capital menor, já que este é um incentivo dado a quem ajuda causas e possui um selo ESG. No final, uma empresa orientada para alcançar máximas nos indicadores, sacrificam retorno de longo prazo do acionista para financiar ações de comunicação e marketing de curto prazo.

Tabela 2 - Dysfunctional Culture versus High-performance culture

Dysfunctional Culture	Management's Worldview	High-Performance Culture
My work provides a paycheck, nothing more.	← <b>Vision</b> →	My work helps me live a purposeful life.
I don't trust management.	← <b>Commitment to employees</b> →	I trust management.
Avoid identifying problems and challenging people's thinking. Better to reduce accounting costs in small but fail-safe ways.	← <b>Innovation and efficiency</b> →	Experimentation and systematic problem solving is how we make progress.
Do whatever it takes to make accounting targets. Never "rat out" a coworker.	← <b>Ethical behavior</b> →	Ethical standards (including integrity) are nonnegotiable and a code of honor that we practice proudly.

Fonte: Madden, Bartley. Value Creation Thinking. Kindle Edition

Por outro lado, uma empresa orientada para a geração de valor, preocupada com a blue line ao invés da red line, adota um discurso com a visão ambiental, de sustentabilidade e governança alinhadas com as práticas. Isto é, atuam de forma transparente para que todos os stakeholders realizem projeções mais aderentes ao valor esperado, permitindo que o preço se aproxime do valor. Os certificados e selos deixam de ser objetivo para se tornarem consequências. Os processos de seleção de colaboradores, fornecedores e parceiros são feitos de forma a maximizar a produtividade, a qualidade e a eficiência dos processos, tentando livrar-se de qualquer tipo de preconceito, por mais difícil que possa ser. As causas assumidas realmente passam a fazer parte da identidade, se tornam algo intrínseco dentro da companhia e estão associadas à sua comunidade e aos seus stakeholders uma vez que a geração de valor está intimamente ligada a possuir uma imagem institucional capaz de resultar em maior lealdade e desejo. Será possível atrair os melhores parceiros no longo prazo, fazer um processo de seleção de talentos mais eficiente e recorrer à um custo de capital menor. Essa empresa faz uma comunicação transparente e alinhada com práticas de forma a construir um ativo de credibilidade que permite reduzir o custo de capital em todas as emissões de longo prazo. Por fim, a empresa orientada para geração de valor, sob a ótica ESG, investe seus recursos em ações práticas e em sua comunicação objetivando criar valor para os acionistas à longo prazo decorrente dos efeitos destas na percepção de clientes e stakeholders, posicionamento estratégico e

menores riscos institucionais. Não faz sacrifícios, mas investimentos que geram valor

65.

### 3 – CONCLUSÃO: AS RESPOSTAS PARA NOSSA PERGUNTA

Ao tratarmos os temas sócio ambientais que definimos como Padrão ESG no âmbito das Corporações, assumimos que variáveis antes consideradas externalidades passam a ser variáveis endógenas e exógenas de qualquer modelo de finanças corporativas que abordem às questões referentes à Governança Corporativa. Com isto, tais temas passam a influenciar os diversos agentes econômicos em seus processos decisórios, sejam eles clientes, fornecedores, colaboradores ou governos.

Neste trabalho, conforme já abordamos nos primeiros capítulos, assumimos que os conceitos existentes que resumem a valorização das questões ambientais, sociais e de governança, nomeados aqui por “Novos Dogmas ESG” e “Padrão ESG”, são elementos existentes e inexoráveis deste momento que vivemos, e que é razoável supor que esta tendência se manterá e se consolidará como elemento do Zeitgeist no futuro previsível. Sob esse contexto, tais questões precisam, necessariamente, de alguma forma ou proporção, fazer parte das agendas das Corporações e por isto devem ser tema de estudo de Finanças Corporativas.

O impacto desta mudança de “visão de mundo”, do Zeitgeist, se expressa de diversas formas em uma Democracia Liberal Capitalista. Ele abrange questões muito mais complexa do que apenas relações referentes às empresas organizadas

---

<sup>65</sup> *In the center of Figure 5.1 are four especially important components of management's worldview. These components are: the firm's vision (reason for being), its level of commitment to employees, its approach to the dual tasks of innovation and efficiency, and its expectations of ethical behavior. Management's core assumptions (stakes in the ground, true beliefs) about each component, their skill in communicating them, and how closely their own behavior corresponds to their stated core assumptions, ultimately determines the type of foundational culture that permeates the firm. Keep in mind that while the higher-order components of management's worldview remain unchanged, accepted rules of behavior for getting things done can change over time as the organization becomes more complex. As seen in this figure, the impact of management's worldview on culture varies from a dysfunctional culture to a high-performance one” (MADDEN, BARTLEY. **Value Creation Thinking.**)*

na forma de Corporações. Tais mudanças culturais não necessariamente representam rupturas. Elas são evoluções naturais históricas nas economias capitalistas. A constante transformação das ações dos indivíduos e de como eles se organizam em novas entidades jurídicas são constantes reinvenções do Capitalismo, inerentes ao próprio sistema.

A partir de metamorfoses culturais que envolvem, entre diversas motivações, mudanças de Valores e Propósitos, os indivíduos se manifestam de diversas formas: (i) através de sistemas democráticos que permitem aos cidadãos se candidatarem e elegerem candidatos comprometidos com causas específicas; (ii) através das escolhas diárias dos consumidores influenciando empresas através da demanda; (iii) através da possibilidade de associações de indivíduos em grupos, entidades, ONGs e etc; (iv) através da evolução dos mercados de capitais, que permite investidores optarem por instrumentos e veículos associados à diversas causas e, por fim (v) através da expressão pelos diversos meios de comunicação potencializados pelo poder das redes sociais dos últimos anos <sup>66</sup>. No entanto, o objetivo deste estudo é entender como esta transformação deveria impactar as Corporações e as relações entre Gestão, Stakeholders e Shareholders.

---

<sup>66</sup> *“Four key stakeholders can optimize the well-being of people and the planet. They are:*

1. *Governments (of countries, states, and local communities, consisting of representatives of the people and having the legal authority in a region or place);*
2. *Civil society (in its broadest sense, from unions to NGOs, from schools and universities to action groups, and from religious organizations to sports clubs);*
3. *Companies (constituting the private sector, whether freelancers, micro enterprises, small and medium-sized enterprises, or large multinational companies); and*
4. *The International Community (consisting of international organizations such as the UN, the World Trade Organization, or the OECD, as well as regional organizations such as the European Union or ASEAN).*

*It is important to remember what or who comprise each of these stakeholder groups because this explains their interest in the public good. Indeed, even though they are recognized as social and/or legal organisms, all these stakeholders crucially consist of people and make use of the planet. It is no surprise then, that they should want to optimize the well-being of all of us as well as that of the environment. But equally, it should be clear they have specific objectives that make them distinct organisms in the first place. Governments, notably, focus on creating the greatest possibly prosperity for the greatest number of people. Civil society exists to advance the interest of its constituents and to give a meaning or purpose to its members. Companies obviously aim to generate an economic surplus, measurable in profits. And the overarching goal for the international community is to preserve peace. Finally, it is important to note that all these stakeholders are interconnected, too. Companies operate in the regulatory framework that governments provide for them. Civil society exerts pressure on governments and companies and contributes to their overall resilience. Finally, international organizations ensure consideration is given to consequences in one part of the world of the decisions made in another.” (Schwab, Professor Dr.-Ing. Klaus. Stakeholder Capitalism (pp. 178-179). Wiley.)*

Ao longo capítulo 2, definimos de forma mais precisa o termo Corporação, entendendo a importância do conceito de Perda Limitada, ou Limited Liability. Discutimos como a evolução destas entidades jurídicas estão ligadas ao advento da separação entre Gestão e Propriedade, abordando a discussão sobre a responsabilidade fiduciária dos Gestores e seu consequente papel na defesa do retorno do capital investido. Ampliamos esta discussão para entender a relação da Corporação com seus diversos Stakeholders e a diferença do “retorno esperado” dos Shareholders, Acionistas ou Equityholders, frente aos demais participantes, inclusive os provedores do Capital de Terceiros, Debtholders, pela sua natureza de incerteza e risco.

No decorrer do trabalho, percorremos a discussão da ineficiência das Corporações e as questões referentes ao Custo de Agência, inclusive explorando dois casos históricos emblemáticos que exemplificam trade-offs presentes nos altos cargos de empresas. Vimos como as Teorias de Value Creation Management estão ligadas a este tema de Custo de Agência, seja como consequência dos incentivos dados aos Gestores até ao uso de avaliações por indicadores, chamados KPIs, que criam o desalinhamento da Gestão com o propósito de Value Creation.

A pergunta que procuramos responder neste trabalho foi: “Neste novo ambiente econômico e social, a Governança Corporativa das Corporações precisa ser “reinventada” em um novo modelo de governança subordinado aos diversos participantes, comumente denominados de Stakeholder’s Society ou reinvenção do capitalismo, ou este novo cenário é apenas uma evolução natural e compatível com os modelos de Governança Corporativa alinhados aos conceitos de Criação de Valor em Corporações, comumente denominados por Shareholder’s Society?”

Após o estudo dos temas descritos acima, no que tange Finanças Corporativas, concluímos que o impacto deste Zeitgeist sobre os resultados e riscos das corporações não podem ser ignorados pelos Gestores e terão de fazer parte de “seu cálculo econômico” na criação de valor. Portanto, é imprescindível investimentos nestas áreas para preservar o valor de longo prazo dos acionistas, sem que isto seja um “custo” ou represente um “Agency Cost” já que os gestores não deverão pautar estes investimentos por “causas sociais diversas”, mas por aquelas que têm relação direta com a empresa e seu valor de longo prazo. Nesse

sentido, tais práticas são perfeitamente compatíveis com os objetivos de Criação de Valor e com a responsabilidade fiduciária de defender o retorno do capital investido. Logo, nossa conclusão é que esta tendência inexorável de um padrão ESG não necessita de um novo arcabouço teórico para ser entendido ou de uma reinvenção do capitalismo como é frequentemente defendido, mas apenas, o que não é por si só menos complexo, que os Gestores tenham como objetivo o retorno de longo prazo de seus acionistas, ou seja, a maximização do valor presente dos lucros operacionais, decorrentes de uma gestão voltada para a criação de valor da empresa e de gestão de sua estrutura de capital, conforme defendida pelos autores que sustentam as práticas de Value Creation Management <sup>67</sup>.

---

<sup>67</sup> *“The risks resulting from exposure to these various issues include the following: Legislative and regulatory risk: The risk that governmental laws and regulations directly or indirectly affecting a company’s operations will change with potentially severe adverse effects on the company’s continued profitability and even its long-term sustainability. For example, in the United States, a law enacted in California in 2004 requires a 30 percent reduction in carbon dioxide emissions by 2016 for all new automobiles sold in the state. Other states, including Connecticut, Maine, Massachusetts, New Jersey, New York, Oregon, Pennsylvania, Rhode Island, Vermont, and Washington, are following California’s example. These states currently represent more than half of all U.S. automobile sales. Consequently, manufacturers that fail to meet the standards can expect to suffer a reduction in revenues and earnings as well as market power. Given strong industry competition, the effects of the changes in the laws on companies operating in the industry could be severe. Other national and global efforts have brought rapid changes in operations for companies in affected countries. For example, the Kyoto Protocol is a 1997 amendment to the United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC). The Protocol now covers more than 160 countries, not including the United States and Australia, and over 60 percent of greenhouse gas emissions. The agreement calls for staged reductions in emissions of carbon dioxide and five other greenhouse gases for those countries that have ratified the agreement. The Protocol also provides for emissions credit trading for those signatories, principally in emerging countries, that could not otherwise afford the investment. Companies in most industries are likely to be affected to at least some degree by these mandated changes, although the effects will vary widely across industries. Even within industries with the greatest exposures, companies that have invested in newer, more up-to-date technologies are likely to be affected less by the changes than their competitors. Thus, investors who consider ESG factors and who monitor regulatory and legislative developments for the companies they follow will be better equipped to make sound investment decisions. Legal risk: The risk that failures by company managers to effectively manage ESG factors will lead to lawsuits and other judicial remedies, resulting in potentially catastrophic losses for the company. All areas of ESG can, and sometimes do, lead to such lawsuits. The actions can be brought by employees for workplace issues and contractual defaults, by shareholders for management or director governance or other lapses that impair shareholder value, or by government attorneys for abridgement of federal or state laws. An investor can begin to analyze the potential for such risks in a particular company by reviewing regulatory filings for the particular jurisdictions in which the company operates. Many such filings, such as the U.S. SEC required disclosures in the Form 10-K Business, Risks, and Legal Proceedings sections, as well as the Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, require substantial discussion of possible legal risk exposures. For those companies that provide them, the GRI reports may include useful insights. However, an analyst should make an independent assessment of the company and carefully consider the nature of a company’s operations to evaluate the possible scope of such exposures and their potential effects. The business press may also be a good source of information regarding such risks on both the company of immediate interest as well as other companies in the same industry. Reputational risk: This particular source of risk has risen in importance as ESG factors are increasingly recognized as a potentially major source of risk. Specifically, companies whose managers have demonstrated a lack of concern for managing ESG factors in the past, so as to eliminate*

De toda forma, vale esclarecer que não assumimos que estes equilíbrios sejam alcançados de forma automática e imediata, apenas pela hipótese de um Mercado Eficiente sempre em equilíbrio. Vimos que os Gestores não foram sempre bem sucedidos em sua responsabilidade de Criação de Valor, conforme os inúmeros estudos de Governança Corporativa Aplicada associados ao tema Custo de Agência demonstram por si mesmos. Apenas defendemos que não é através da flexibilização dos objetivos fiduciários dos Gestores das Corporações, que por inúmeras vezes resultaram em destruição de valor, que estes objetivos sociais e econômicos serão atingidos de maneira mais eficiente.

Acreditamos que, em conformidade com as diversas teorias que convergem para equilíbrios sustentáveis, no longo prazo, os Gestores que não observarem as novas variáveis de contorno serão substituídos ou fracassarão, possivelmente, eliminando suas empresas do mercado com prejuízos aos Shareholders e aos Stakeholders <sup>68</sup>.

---

*or otherwise mitigate risk exposures, will suffer a diminution in market value relative to other companies in the same industry that may persist for a long period of time. Operating risk: The risk that a company's operations may be severely affected by ESG factors, even to the requirement that one or more product lines or possibly all operations might be shut down. An example of such a risk is that deriving from the industrial use of benzene, a powerful carcinogen and one of the most toxic chemicals known. Because of its use as both a building block in the plastics and rubber industry, as well as its more general use as an industrial solvent, benzene was widely used in industry and was dispersed into the air, drinking water, and soil. Billions of pounds of the chemical were produced and used annually. Once studies confirmed the harmful effects of the chemical, the U.S. Environmental Protection Agency (EPA) moved, for example, under the 1974 Safe Drinking Water Act to set targets for acceptable levels in water. The EPA Maximum Contaminant Level for benzene in drinking water was set at five parts per billion. Thus, companies that had previously relied on extensive use of benzene in their operations had either to modify their operations to ensure that no benzene escaped into the environment, or to cease those operations that used benzene altogether. Financial risk: The risk that ESG factors will result in significant costs or other losses to the company and its shareholders. Any of the above sources of risk can affect a company and its financial health, sometimes severely. In summary, investors are well advised to consider the potential effects of ESG factors on companies in which they invest and to carefully analyze all sources of information relevant to such risk exposures. These analyses may alert the analyst to risk factors that should be incorporated into company valuations.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series) (pp. 37-39). Wiley.).*

<sup>68</sup> “Esse processo de destruição criativa é o fato essencial do capitalismo. O capitalismo consiste nesse processo e é nele que toda empresa capitalista tem de viver. Esse fato é relevante para o nosso problema de duas maneiras. Em primeiro lugar, como estamos às voltas com um processo em que todos os elementos demoram consideravelmente a revelar as suas verdadeiras características e os seus efeitos definitivos, não tem sentido avaliar o seu rendimento ex visu de um momento dado; cabe-nos julgá-lo ao longo do tempo, à medida que ele se desdobra em décadas ou séculos. Um sistema – qualquer sistema, econômico ou não – que, em cada momento dado, utiliza as suas possibilidades plenamente e com o maior proveito pode, no entanto, em longo prazo, ser inferior a um sistema que não o faz em nenhum momento dado, porque, para ele, deixar de fazê-lo pode ser uma condição para o nível ou a velocidade do rendimento em longo prazo. Em segundo lugar, como estamos às voltas com um processo orgânico, a análise do que se passa em uma parte isolada dele – por

Importante dizer que esta não é uma defesa de um Liberalismo Absoluto <sup>69</sup>, muito menos uma defesa de que a liberdade concorrencial necessariamente acarreta em resultados socialmente desejáveis. Fundamental deixar isto registrado em um momento onde os debates de idéias se polarizam e carecem, por muitas vezes, da serenidade necessária para uma análise não passional, especialmente em um assunto tão apaixonante, que por este atributo nos levou a assumir a premissa de que está em curso uma mudança inevitável decorrente deste novo Zeitgeist.

Não acreditamos que a mera definição da responsabilidade objetiva dos Gestores em sua obrigação de Criação de Valor da Corporação e decorrente maximização de Valor aos Acionistas acarrete imediatamente em Corporações alinhadas a este novo Zeitgeist com Padrões ESG. Muito pelo contrário. Conforme abordamos ao longo deste trabalho, o Custo de Agência é um tema discutido e estudado exatamente, e não por outra razão, em decorrência da percepção de que, mesmo com as responsabilidades fiduciárias definidas, os Gestores por diversas vezes, por conflito de interesses ou incapacidade, não são eficientes na Criação de Valor. Situações desta natureza são usadas para justificar os Custos de Agência por autores que discutem estes e exemplos similares como evidências para defender a chamada reinvenção do capitalismo <sup>70</sup>. Em nossa conclusão, estes exemplos são complementares e não conflitam. Servem pra reiterar a responsabilidade fiduciária dos Gestores sobre o retorno do capital investido na

---

*exemplo, um conglomerado ou indústria individual – pode efetivamente esclarecer detalhes do mecanismo, mas não conduzir a conclusões mais gerais. Cada movimento da estratégia econômica só adquire o seu significado verdadeiro quando colocado em relação com esse processo e dentro da situação por ele criada. Deve [121] ser visto no seu papel de vendaval perene de destruição criativa; não pode ser compreendido independentemente dele nem com base na hipótese de uma calma perene.” (Schumpeter, Joseph A.. Capitalismo, socialismo e democracia (pp. 141-142). Editora Unesp.)*

<sup>69</sup> “Nenhuma argumentação séria apoia incondicionalmente um “ismo”. (Schumpeter, Joseph A.. Capitalismo, socialismo e democracia. Editora Unesp)

<sup>70</sup> “It leads to the stakeholder model as we know it today (see Figure 8.3), valid anywhere in the world. When the well-being of people and planet are at the center of business, the four remaining key groups of stakeholders contribute to their betterment. These stakeholders each have their own primary objectives:

- companies pursue profits and seek long-term value creation;
- civil society's primary aim is each organization's purpose or mission; governments pursue equitable prosperity; and the international community works toward peace. In a stakeholder model,
- all of these groups and their goals are interconnected. One cannot succeed if the others fail.

(Schwab, Professor Dr.-Ing. Klaus. Stakeholder Capitalism (p. 179). Wiley.).

Corporação e não refutá-la. Apenas nos fazem recordar como este resultado não é automático e que apresentam relevantes desvios no curto prazo <sup>71</sup>.

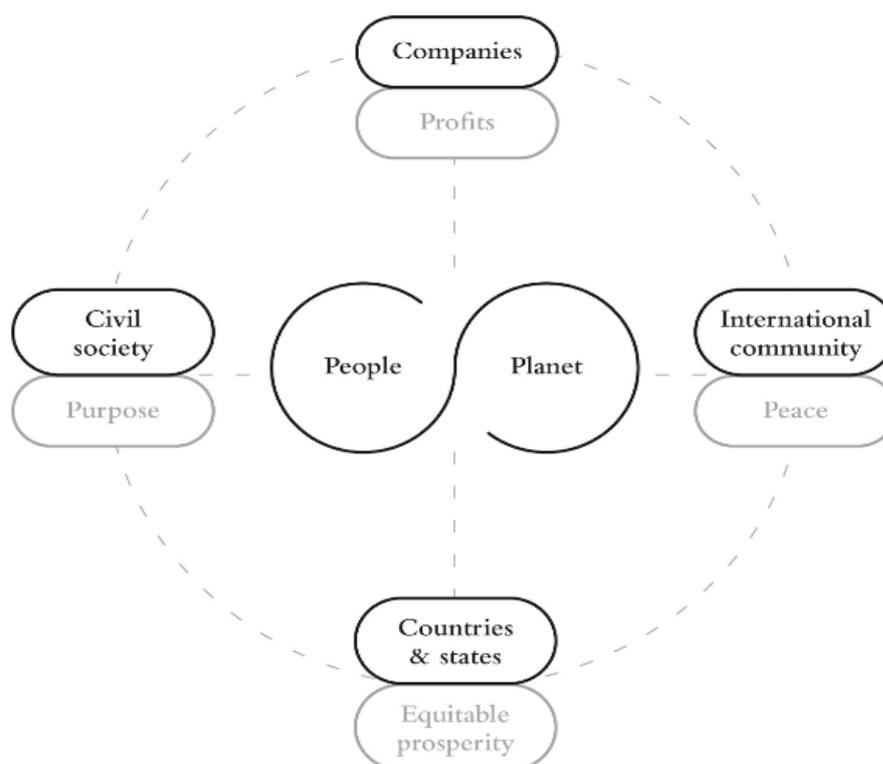
---

<sup>71</sup> “The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution.”

- A. *The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation. In creating such value, a company serves not only its shareholders, but all its stakeholders—employees, customers, suppliers, local communities and society at large. The best way to understand and harmonize the divergent interests of all stakeholders is through a shared commitment to policies and decisions that strengthen the long-term prosperity of a company.*
- i. *A company serves its customers by providing a value proposition that best meets their needs. It accepts and supports fair competition and a level playing field. It has zero tolerance for corruption. It keeps the digital ecosystem in which it operates reliable and trustworthy. It makes customers fully aware of the functionality of its products and services, including adverse implications or negative externalities.*
  - ii. *A company treats its people with dignity and respect. It honours diversity and strives for continuous improvements in working conditions and employee well-being. In a world of rapid change, a company fosters continued employability through ongoing upskilling and reskilling.*
  - iii. *A company considers its suppliers as true partners in value creation. It provides a fair chance to new market entrants. It integrates respect for human rights into the entire supply chain.*
  - iv. *A company serves society at large through its activities, supports the communities in which it works, and pays its fair share of taxes. It ensures the safe, ethical and efficient use of data. It acts as a steward of the environmental and material universe for future generations. It consciously protects our biosphere and champions a circular, shared and regenerative economy. It continuously expands the frontiers of knowledge, innovation and technology to improve people's well-being.*
  - v. *A company provides its shareholders with a return on investment that takes into account the incurred entrepreneurial risks and the need for continuous innovation and sustained investments. It responsibly manages near-term, medium-term and long-term value creation in pursuit of sustainable shareholder returns that do not sacrifice the future for the present.*
- B. *A company is more than an economic unit generating wealth. It fulfils human and societal aspirations as part of the broader social system. Performance must be measured not only on the return to shareholders, but also on how it achieves its environmental, social and good governance objectives. Executive remuneration should reflect stakeholder responsibility.*
- C. *A company that has a multinational scope of activities not only serves all those stakeholders who are directly engaged, but acts itself as a stakeholder—together with governments and civil society—of our global future. Corporate global citizenship requires a company to harness its core competencies, its entrepreneurship, skills and relevant resources in collaborative efforts with other companies and stakeholders to improve the state of the world.*

*It is worthwhile examining a few of the specific metrics by which a company can measure its performance toward its stakeholders. The manifesto specifically mentions accepting a level playing field in competition, showing zero tolerance for corruption, striving for improvements in working conditions and employee well-being, supporting the communities in which it is active, paying one's fair share of taxes, and reflecting stakeholder responsibility in executive remuneration. Taken together, these requirements make for a corporate governance that is very different from one where short-term financial success is paramount.<sup>34</sup> If every company individually commits to these goals and addresses the underlying issues, many of the excesses of shareholder capitalism will be rooted out automatically.” (Schwab, Professor Dr.-Ing. Klaus. Stakeholder Capitalism. Wiley).*

Tabela 3 - Stakeholder Capitalism



FONTE: SCHWAB, KLAUS.: **Stakeholder Capitalism**. Wiley

A mudança de um Zeitgeist que conta com a inserção do Padrão ESG nas diversas agendas de discussão, pode ser entendida como um período de transição onde variáveis anteriormente consideradas externalidades se convertem para dentro dos modelos de Finanças Corporativas. Uma mudança como esta não acontece de forma imediata e instantânea. Sabemos que sem possíveis intervenções externas, por instituições e/ou agentes, como por exemplo pelo governo, diversas variáveis permanecem por um longo período “não-precificadas”, então, na prática, permanecem como externalidades ao modelo de gestão.

Além disso, nesse momento de transição, existe o receio do “problema do carona” que faz com que as empresas muitas vezes não tenham incentivos para agirem sozinhas. Como exemplos de situação desta natureza, a falta de um mercado de compensações efetivas aos investimentos ambientais, como mercados de carbono, pode fazer com que os preços de curto prazo permaneçam incentivando formas de energia poluentes e não aderentes aos novos Padrões ESG. Uma situação como esta pode eliminar todos os demais estímulos positivos para uma gestão

pautada na Criação de Valor de Longo Prazo já que haverão vantagens competitivas em benefício das empresas mais poluentes e com as práticas menos desejáveis do ponto de vista social, ambiental e de governança presentes no atual Zeitgeist. Estes desequilíbrios de curto prazo podem extinguir Corporações e iniciativas *Value Driven* que seriam alinhadas a um equilíbrio de longo prazo, ao mesmo tempo que podem garantir longevidade aos Gestores e Corporações que não estejam alinhadas com sua missão fiduciária.

Com isto tudo dito, concluímos que este processo não se torna mais eficiente e veloz simplesmente eliminando o dever dos Gestores frente ao retorno do capital investido. A experiência histórica demonstra exatamente o inverso. Não cabem aos Gestores justificarem custos e despesas em uma Corporação que não esteja alinhada aos objetivos de Criação de Valor da empresa. Isto não garante necessariamente uma função social com resultados positivos. Na verdade, permite o aparecimento de Conflitos de Interesses e Custos de Agência, trazendo à tona discussões sob alcunhas como “Greenwashing” e outras.<sup>72</sup> Cabe ressaltar ainda que nossas conclusões não significam, de forma nenhuma, em desembolsos inferiores em temas relacionados ao Padrão ESG. Os gastos relacionados a estes temas tendem a aumentar proporcionalmente e muito, como já mostra a evidência, no entanto, não devem ser encarados nem como Custos e nem como Despesas, mas sim como Investimentos. Serão desembolsos realizados pela Gestão em conformidade com a sua responsabilidade fiduciária de Criação de Valor, seja pelo aumento do Valor Presente do Fluxo de Caixa de Lucros Operacionais Futuros ou pela redução de seu risco inerente.<sup>73</sup>

De toda forma, independente das discussões acima, reafirmando os objetivos que devem ser perseguidos pelos Gestores, isto não desabilita as outras diversas formas que estas mudanças devem acontecer sobre os demais agentes. A sociedade e os governos têm outras ferramentas para acelerar este processo e controlar seus efeitos como impostos, regulamentação, desenvolvimento de mercados, sanções

---

<sup>72</sup> GRIZZI, ANA LUCI.; ROSSIT, LUÍSA.: “Greenwashing e a credibilidade do ASG”. Seção: Legislação e Tributos; Jornal Valor Econômico, 9 de julho de 2021.

<sup>73</sup> ALCÂNTARA, EURÍPEDES.: “Por que o ESG veio pra ficar”, OGLOBO-OPINIÃO, 10 de outubro, 2021.

internacionais, controle da concorrência, entre outros <sup>74</sup>. Os investidores podem, e devem, alinhar seus investimentos em iniciativas que criem valor e reduzem riscos, ou seja, que sejam alinhadas a estes novos padrões e valores, seja por instrumentos mais dedicados a estes temas ou simplesmente alinhados com o retorno de longo prazo <sup>75</sup>. Os clientes têm o poder de fazer sua visão de mundo se materializar nos produtos e nos serviços que adquirem. Os colaboradores contribuem com uma seleção positiva, conforme defendem diversos estudos que abordam a crescente importância destes valores na atração dos melhores talentos.

Todos estes mecanismos são compatíveis, inerentes e alinhados com o conceito de que Shareholder Society, e mais do que isto, evitam que esta discussão permita aos Gestores que se utilizem desta “nova liberdade” para, de forma deliberada ou fortuita, se redimirem de suas responsabilidades fiduciárias na Criação de Valor e na defesa do Retorno do Capital Investido, e, ao invés de Reinventarem o Capitalismo, tenham a legitimidade para reinventar novas modalidades de Custos de Agentes, esquecendo que o maior propósito de uma Corporação permanece sendo a venda do melhor produto ou prestação do melhor serviço ao cliente <sup>76</sup>, respeitando suas responsabilidades e compromissos com todos os demais Stakeholders <sup>77</sup>. E isto não mudou.

---

<sup>74</sup> “It leads to the stakeholder model as we know it today, valid anywhere in the world. When the well-being of people and planet are at the center of business, the four remaining key groups of stakeholders contribute to their betterment. These stakeholders each have their own primary objectives:

- companies pursue profits and seek long-term value creation;
- civil society's primary aim is each organization's purpose or mission;
- governments pursue equitable prosperity;
- and the international community works toward peace.

In a stakeholder model, all of these groups and their goals are interconnected. One cannot succeed if the others fail.” (Schwab, Professor Dr.-Ing. Klaus. Stakeholder Capitalism. Wiley)

<sup>75</sup> “Investors now understand that nontraditional business factors — specifically, a company’s environmental, social, and governance (ESG) risk exposures—may be as critical to the company’s long-term sustainability as more traditional concerns. Indeed, many major financial institutions and portfolio managers routinely integrate ESG analyses into their equity valuations and other investment decisions. Those analysts who fail to consider ESG factors in their valuations may well be assuming far greater long-term risks than they or their clients realize. ESG factors range from those associated with climate change (for example, carbon-based greenhouse gas emissions resulting from a company’s operations) to labor rights, public and occupational health issues, and the soundness of the company’s governance structures.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. Corporate Finance: (CFA Institute Investment Series). Wiley. Kindle Edition.)

<sup>76</sup> “The most important decision a company makes in its pursuit of maximizing its value is typically the decision concerning what products to manufacture and/or what services to offer.” (Clayman, Michelle R.; Fridson, Martin S.; Troughton, George H.. Corporate Finance: 42 (CFA Institute Investment Series) (p. 199). Wiley. Kindle Edition.)

<sup>77</sup> “Proponents of the maximization of shareholder value (hopefully) do not object to the goals of the stakeholder society. Rather, they disagree on how these goals are to be reached. Implicit in their position

#### 4 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHION, Philippe; ANTONIN, Céline; BUNEL, Simon. **The Power of Creative Destruction**. 1. ed. Harvard University Press: [s.n.], 2021.

ALEXANDER, Stefan. **Notas de Aula: Seminário de Finanças Corporativas Aplicadas**. Departamento de Economia – PUC-RIO: não publicado, 2021.

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 12. ed. [S.I.]: AMGH, 2018.

BÖHM-BAWERK, Eugen V.. **The positive theory of capital**.. 2. ed. [S.I.]: GE Stechert & Company, 1923.

CLAYMAN, Michelle; FRIDSON, Martin. **Corporate finance: A practical approach**. 42. ed. [S.I.]: John Wiley & Sons, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses**. 1. ed. [S.I.]: Ft Press, 2009.

EXAME. **Caso Enron**. São Paulo: Abril, ed 760, n. 4, fev. 2002. p. 23

EXPERT XP. **ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema**. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>. Acesso em: 29 set. 2021.

GREENE, Robert. **As leis da natureza humana**. 1. ed. [S.I.]: Planeta Estratégia, 2021.

HENDERSON, Rebecca. **Reimagining Capitalism in a World on Fire**: Shortlisted for the FT & McKinsey Business Book of the Year Award 2020. 1. ed. [S.I.]: Penguin UK, 2021.

---

is the view that externalities are best handled through the contractual and legal apparatus, rather than through some discretionary action by the firm's officers and directors." (Tirole, Jean. *The Theory of Corporate Finance* (p. 60). Princeton University Press.)

KAISER, Kevin; YOUNG, David. **The blue line imperative: What managing for value really means**. 1. ed. [S.I.]: John Wiley & Sons, 2013.

KOLLER *et al.* **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 499. ed. [S.I.]: John Wiley and sons, 2010.

LINTNER, John. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets:: A reply. **The review of economics and statistics**, The MIT Press, v. 51, n. 2, p. 222-224, mai./1969. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/1926735?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1926735?seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 11 out. 2021.

MADDEN, Bartley J. **Value Creation Thinking: Life-Cycle Reviews** : (Presentation Slides). 1. ed. [S.I.]: SSRN 2795782 , 2016.

MASSARI, Mario; GIANFRATE, Gianfranco; ZANETTI, Laura. **Corporate valuation: Measuring the value of companies in turbulent times**. 3. ed. [S.I.]: John Wiley & Sons, 2016.

MCKINSEY & COMPANY. **The value of value creation**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-value-of-value-creation>. Acesso em: 1 nov. 2021.

MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. 1. ed. [S.I.]: Routledge, 2017.

MODIGLIANI, Franco; MILLER., Merton H.. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, American Economic Association, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun./1958. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 15 jun. 2021.

O GLOBO. **Por que o ESG veio para ficar**. Disponível em: <https://blogs.oglobo.globo.com/opiniaopost/post/por-que-o-esg-veio-para-ficar.html>. Acesso em: 10 out. 2021.

RAPPAPORT, Alfred. **Ways to create shareholder value**. 9. ed. [S.l.]: Harvard business review, 2006.

ROSS, Stephen A.. **Administração financeira**. 1. ed. [S.l.]: AMGH, 2015.

SANKHYA. **Entenda por que o ESG é a nova tendência para empresas**. Disponível em: <https://www.sankhya.com.br/blog/esg/>. Acesso em: 12 out. 2021.

SCHUMPETER, Joseph A.. **Capitalismo, socialismo e democracia**. [S.l.]: SciELO-Editora UNESP, 2017.

SCHWAB, Klaus. **Stakeholder capitalism: A global economy that works for progress, people and planet**. 1. ed. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2021.

SHARPE, William F.. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance** , University of Washington., v. 19, n. 3, p. 425-442, set./1964. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>. Acesso em: 28 set. 2021.

TIROLE, Jean. **The theory of corporate finance**. 1. ed. [S.l.]: Princeton University Press, 2010.

VALOR ECONÔMICO. **Greenwashing e a credibilidade do ASG**. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/07/09/greenwashing-e-a-credibilidade-do-asg.ghtml>. Acesso em: 9 jul. 2021.

