



Estudo de Caso da Comparabilidade de Indicadores ESG em Empresas de Capital Aberto

Case Study of the Comparability of ESG Indicators in Public Companies

Estudio de Caso de la Comparabilidad de los Indicadores ESG en Empresas que Cotizan en Bolsa

Júlio César Gomes Mendonça¹

julioCGomesmend@gmail.com

<http://lattes.cnpq.br/6174029351061962>

<https://orcid.org/0000-0002-0263-9428>

Isabela Ribeiro Gontijo¹

isabelagontijo36@gmail.com

<http://lattes.cnpq.br/7315226893436735>

<https://orcid.org/0000-0001-9464-4824>

Lázaro Coelho de Deus Lima¹

lazarocoelho1@hotmail.com

<http://lattes.cnpq.br/5698827996317189>

<https://orcid.org/0000-0003-0906-5583>

Universidade de Brasília, UnB, Brasil¹

Recebido em: 28/12/2022 / **Revisão:** 11/01/2023 / **Aprovado em:** 03/06/2023

Editores responsáveis: Prof. Dr. Antônio Giovanni Figliuolo Uchôa e Prof. Dr. Jonas Fernando Petry

Processo de Avaliação: Double Blind Review

DOI: <https://10.47357/ufambr.v5i1.11410>

Resumo

O trabalho busca verificar se os indicadores calculados pela Refinitiv¹ e são compatíveis e identificar se há algum nível de concordância. O trabalho utiliza um estudo multi-estudo de casos e as empresas analisadas foram a Ambev S.A., Klabin S.A. e Gerdau S.A. do período de 2017 a 2021. O estudo aborda questões de análise e interpretação dos indicadores, ao ser construído pela posição relativa da empresa, a análise pode levar a super/sub avaliação destes indicadores.

Palavras-chave: Indicadores. ESG. Refinitiv. S&P Brasil ESG.

Case Study of the Comparability of ESG Indicators in Public Companies**Abstract**

The work seeks to verify if the indicators calculated by Refinitiv are compatible and to identify if there is any level of agreement. The work uses a multi-case study study and the companies analyzed were Ambev S.A., Klabin S.A. and Gerdau S.A. from 2017 to 2021. The study addresses issues of analysis and interpretation of indicators, when built by the relative position of the company, the analysis can lead to over/under evaluation of these indicators.

Keywords: Indicators. ESG. Refinitiv. S&P Brazil ESG.

Estudio de Caso de la Comparabilidad de los Indicadores ESG en Empresas que Cotizan en Bolsa**Resumen**

El trabajo busca verificar si los indicadores calculados por Refinitiv son compatibles e identificar si existe algún nivel de concordancia. El trabajo utiliza un estudio multicaso y las empresas analizadas fueron Ambev S.A., Klabin S.A. y Gerdau S.A. de 2017 a 2021. El estudio aborda cuestiones de análisis e interpretación de los indicadores, cuando construidos por la posición relativa de la empresa, el análisis puede llevar a un sobre/subvaluación de estos indicadores.

Palabras clave: Indicadores. ASG. Refinitivo S&P Brasil ESG.

¹ O Refinitiv/S-Network ESG Best Practices Indices é um conjunto de índices projetados para fornecer um 'benchmark' para as empresas que exibem as práticas de maior responsabilidade social corporativa, conforme sua classificação no *Refinitiv/S-Network ESG Best Practices Ratings schema*. As classificações categorizam as empresas constituintes em Meio Ambiente, Desempenho Social e Governamental e são alimentadas pela classificação "dinâmica" *S-Net*, provindas do banco de dados ESG. Os índices representam um sistema de benchmarking abrangente para investidores de impacto. Mais de 7.000 empresas em todo o mundo são classificadas em mais de 400 indicadores-chave de desempenho ESG. Fonte: refinitiv.com. Acesso em: 20 jun. 2022.

1. INTRODUÇÃO:

A categorização universal para os fatores *Environmental, Social and Governance* (ESG) ainda é inexistente. Sendo assim, a sua definição bem como parâmetros relacionados podem vir a ser consolidados de diferentes maneiras, dependendo do setor, das características da empresa e do modelo de negócios. Além disso, as características consideradas como ESG geralmente estão interligadas e pode ser um desafio isolar determinado impacto ESG apenas como uma questão ambiental, social ou de governança. Os índices ESG muitas vezes podem ser medidos (por exemplo, rotatividade de funcionários em uma empresa), mas, em muitas oportunidades, pode ser difícil atribuir um valor monetário/numérico a eles. (por exemplo, a diferença da contratação de empresas de auditorias). Investidores em todo o mundo estão exigindo cada vez mais que as organizações definam sua estrutura e abordagem ESG para avaliar a sustentabilidade de longo prazo da organização.

Por Gil (2021) ESG é importante porque fornece informações sobre perspectivas e riscos futuros para o negócio. Esses riscos podem ser internos, ocultos nos negócios existentes ou podem ser externos, como a legitimidade de uma empresa, mas todos afetam o desempenho futuro e precisam ser gerenciados.

O número de empresas que divulgam informações ESG saltou, pelos autores Kotsantonis et al., (2016) em 1990 apenas 20 empresas divulgavam essas informações, em 2014 isso saltou para 1400, o ativo somado superando 60 trilhões de dólares, os autores demonstram que empresas que seguem conceitos ESG possuem maior rentabilidade e menor risco, recebem maiores investimentos. Questões ESG afetam o desempenho da empresa, e devem ser motivos de atenção pelos usuários da informação, e para que o usuário da informação possa ter parâmetros para comparação, medidas são necessárias, e para isso grupos como a Bloomberg e MSCI, demonstraram relevantes para o valor da empresa, ou seja, os *scores* calculados por agências, podem impactar o valor da empresa.

Além do impacto no valor, outros trabalhos identificam o impacto nos indicadores da companhia, mas o tema ainda não está estabelecido na literatura como o artigo de Eliwa et al. (2021), que demonstram o impacto da ESG no custo da dívida, já o artigo de La Torre et al. (2020) indicam que ESG não impacta os indicadores econômicos das companhias europeias. As pontuações fornecidas pelas agências, podem gerar discordâncias, seja entre agências, ou dentro da própria agência, o trabalho de Billio et al. (2021) identifica que a discordância das pontuações, dispersa a preferência dos investidores, que pode acarretar não ter impacto no desempenho financeiro. Este estudo tem como objetivo, analisar de forma crítica as discordâncias dos índices atribuídas pela *refinitiv* a empresas de capital aberto.

A utilidade dos indicadores ESG vem se desenhando como benéfica para as organizações sobretudo no universo relacionado à legitimidade da companhia. Contudo, o processo de composição dos indicadores ainda não pode ser considerado padronizado, como os indicadores financeiros.

O trabalho se justifica, pelo fato de que a composição dos indicadores calculados pelas instituições deve possuir, ao menos, premissas e resultados minimamente compatíveis, caso contrário, pode-se correr o risco de enfrentamento de parte dos problemas mencionados no trabalho de Yu et al. (2020), onde a não comparabilidade dos indicadores pode levar a desconfiança do usuário da informação, como também afetar a credibilidade, e seu entendimento.

A metodologia do trabalho, o estudo de multicasos, figura como um método de análise adequado para o assunto. A análise é realizada através da comparação histórica dos índices ESG divulgados pela *refinitiv* para as três empresas de capital aberto, busca-se assim analisar criticamente o comportamento destes indicadores.

O trabalho é assim estruturado da seguinte maneira no referencial teórico, que aborda a composição e formação dos indicadores ESG, por seguinte a apresentação da metodologia do estudo de multi-casos, e por seguinte na análise dos resultados obtidos e por fim o último capítulo que apresenta a conclusão do estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Responsabilidade Ambiental, Governança e Social

Entende-se que a Responsabilidade Social Corporativa se tornou uma estratégia organizacional para alcançar a melhoria, tendo um retorno a longo prazo ao lucro e recursos investidos pelas companhias em ações sociais.

De acordo com Tenório (2011), a responsabilidade social pode ser definida como a atuação da empresa em relação aos contratos, e como a companhia busca motivar, impulsionar e trata os empregados. Se a empresa oferece o suporte necessário aos colaboradores, não somente financeiro, mas também ambiental e social, pode-se afirmar tratar-se de companhia considera a responsabilidade social como premissa de atuação. As empresas não devem ser apenas ferramentas lucrativas, mas também instrumentos de exercício e propagação da cidadania responsável.

A *RSE* (responsabilidade social empresarial) também foi chamada de cidadania corporativa. A maioria das corporações estabelece código de ética. Por exemplo, a Johnson-Johnson, neste campo, constitui-se como um modelo/padrão normativo (Tenório, 2011).

Para Cheshire (2010) a responsabilidade social representa uma linguagem e uma perspectiva que é conhecida em todo o mundo e se tornou cada vez mais vital à medida que as partes interessadas comunicaram que as empresas modernas devem fazer mais do que ganhar dinheiro e obedecer à lei. Hoje, a promoção da ética e a filantropia ajudam a completar as iniciativas socialmente responsáveis vinculadas nas organizações modernas que buscam ser sustentáveis em um mercado competitivo, dinâmico e global. As empresas socialmente responsáveis fazem um esforço especial para integrar a preocupação com outras partes interessadas em suas políticas, decisões e operações (Cheshire, 2010).

Outro aspecto relacionado a responsabilidade social consiste nos projetos formados pelos gestores ou empresários, a fim de conceder melhores condições de vida para os cidadãos que residem nas proximidades da empresa. Vale ressaltar que muitas organizações atualmente instituem projetos sociais voltados para educação, profissionalização, entre outros procedimentos necessários e favoráveis ao desenvolvimento humano (Melo Neto & Froes, 2004).

De acordo com Gil (2021), desde o início da discussão do tema em questão, para abordar o interesse crescente e preocupações de investidores, agências de classificação de crédito, credores, preparadores de demonstrações financeiras e uma série de outras partes interessadas,

tais como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e a *Securities and Exchange Commission* (SEC) têm fornecido orientação, feito declarações e proferindo discursos sobre demonstrações contábeis e de relatórios financeiros para *environmental, social and corporate governance* (ESG). As situações em que os requisitos de relatórios financeiros podem se aplicar a questões ESG podem variar com base em fatores que incluem a natureza do negócio, o setor, a presença geográfica da empresa, tipos de transações subjacentes e a importância do risco para os negócios da entidade.

Por exemplo, os riscos climáticos prospectivos que podem afetar as demonstrações financeiras podem incluir riscos físicos - como danos potenciais às instalações devido a inundações ou clima severo - ou riscos associados à transição para uma economia de baixo carbono, resultando em mudanças na avaliação do *impairment* ou da vida útil dos ativos.

Durante a primeira década do século XXI, observa-se crescimento do número de investidores preocupados com aspectos mais amplos do desempenho das empresas, em um movimento conhecido como “investimento socialmente responsável” seguindo o raciocínio de (Gil, 2021).

Um ator importante no movimento de integração do *Socially Responsible Investing*– (SRI é o conjunto de princípios de investimento responsável (PRI), apoiado pela Organização das Nações Unidas (ONU). Outro exemplo é a estratégia de engajamento direto com as empresas por meio de votação ou diálogo, em contraste com a estratégia comum de investimento responsável de simplesmente comprar e vender ações. Com base em padrões da indústria como o PRI, investidores desenvolveram políticas que enfatizam o engajamento e o diálogo dos acionistas como base para o investimento responsável (Gil, 2021), a estratégia de engajamento tem muito em comum com a prática de governança corporativa em geral, como encontros pessoais ocasionais entre investidores e executivos da empresa (para tratar especificamente de questões ESG).

Tem sido observado ainda que, os investidores conduzem os seus aportes com estrutura organizacional suficiente para apoio ao processo decisório, mas que, ao mesmo tempo, as análises relacionadas a ESG geralmente são fornecidas por departamentos separados em instituições investidoras (Dorffleitner et al., 2015). Isso pode configurar indicativo de que o processo de consolidação das práticas e divulgação de rotinas “ESG-compatíveis” ainda é um caminho que se encontra em processo de construção e solidificação.

Ao determinar a gravidade de um caso e decidir se uma empresa deve ser responsabilizada, os analistas baseiam-se em teorias específicas da instituição investidora. A teoria da legitimidade, é considerada por acadêmicos como no trabalho de Abdul Rahman e Alsayegh (2021), como a justificativa teórica para que as companhias se preocupem com os indicadores ESG, os indicadores ESG ajudam a legitimar a empresa perante a sociedade. Os investidores estão paulatinamente mais aplicando esses fatores não financeiros como parte de seu processo de análise para identificar riscos materiais e oportunidades de crescimento. As métricas ESG geralmente não fazem parte dos relatórios financeiros obrigatórios, embora as empresas estejam gradativamente divulgando em seu relatório anual ou em um relatório de sustentabilidade independente (Gil, 2021).

Inúmeras instituições, como o *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), a *Global Reporting Initiative* (GRI) e a *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) estão trabalhando para formar padrões e facilitar a incorporação desses fatores no processo de investimento, para que assim o usuário da informação possua além de informações econômicas,

informações ambientais, sociais e de governança das companhias.

À medida em que o investimento em ESG acelera na demanda, várias tendências importantes estão surgindo – desde mudanças climáticas até agitação social. O *CFA Institute*² está liderando o setor financeiro e produzindo pesquisas valiosas, convocando especialistas e profissionais para discussão e estabelecendo padrões para permitir a integração do investimento ESG. Os investidores podem empregar uma variedade de abordagens analíticas e fontes de dados para abordar as considerações ESG, incluindo ponderação de acordo com o interesse do cliente e o valor potencial (Gil, 2021).

Sabe-se que ESG é um conceito holístico sobre a capacidade de uma organização de criar e sustentar valor de longo prazo em um mundo em rápida mudança e gerenciar os riscos e oportunidades associados a essas mudanças. Iniciativas como as supramencionadas ajudam a trazer concretude a um universo permeado ainda por algum nível de abstração e até mesmo descrença.

Sob essa concepção, as organizações e seus líderes devem participar do entendimento e da atuação em prol de uma consciência global, como aponta Lenza et al. (2008); poder perceber que o desenvolvimento organizacional e o progresso não podem retroceder. O preço do progresso não pode ser a morte do planeta; ao contrário, deve indicar o caminho para garantir sua longa sobrevivência, mas em condições favoráveis e estáveis para garantir a vida.

2.2 ESG

A extensão em que as corporações beneficiam ou prejudicam o bem-estar social tem recebido atenção crescente de muitos setores. As ações corporativas nesta arena são muitas vezes referidas como *Environmental Social and Governance* (ESG) ou Responsabilidade Social Corporativa (RSE). Desse modo, nessa seção do artigo serão retratados estudos sobre o crescimento desse assunto e da perspectiva social a respeito dos padrões instaurados pelos órgãos fiscalizadores como essenciais para o desenvolvimento das ações ESG.

Consoante ao tema, analisamos Christensen et al. (2022). A apreciação de seu estudo, em 15 países da União Europeia, investiga se as instituições de crédito recompensam as empresas por seu desempenho ESG em termos de redução do custo de capital da dívida. No estudo distinguem-se o desempenho ESG, que é usado para indicar um compromisso efetivo com as estratégias ESG, e a divulgação ESG, que representa um esforço para construir uma imagem de compromisso projetada para influenciar positivamente as percepções das partes interessadas.

Eliwa et al. (2021) apoiam-se na teoria da legitimidade, e verificam que as instituições de crédito valorizam tanto o desempenho quanto a divulgação ESG e integram informações ESG em suas decisões de crédito – em que as empresas com desempenho ESG mais forte têm um custo de dívida mais baixo e a divulgação ESG tem um impacto igual no custo da dívida como desempenho ESG.

Embora essas descobertas insinuem que (neste contexto) pode-se gerar resultados sociais mais desejáveis ao recompensar as práticas ESG, o estudo supramencionado não consegue distinguir entre desempenho ESG e divulgação. Além disso, os resultados fornecem evidências de que o impacto do desempenho e divulgação ESG sobre o custo da dívida é mais dominante nos países orientados para as partes interessadas.

A pesquisa de La Torre et al. (2020) investiga se as empresas bem avaliadas em termos ESG possuem retornos excedentes mais altos e volatilidade mais baixa, a premissa do estudo é que indicadores ESG são considerados, pelos agentes de mercado, como uma boa proxy para solidez financeira das empresas. Os autores utilizaram uma metodologia de duas etapas para analisar o desempenho das empresas incluídas no Índice Eurostoxx50 no período 2010–2018 de acordo com sua pontuação ESG. Os resultados não suportaram o aumento de evidências anteriores; o desempenho das empresas Eurostoxx50 não parece ser afetado pelos seus esforços em termos de Compromissos ESG. Assim, verificou-se que as utilidades dos indicadores ESG não têm sua função e capacidade informativa pacificada na literatura, e a composição da formação dos seus indicadores devem ser especificadas.

Em concordância com o assunto, temos o estudo de Gillan et al. (2021). Os autores revisam a pesquisa baseada em economia financeira sobre ESG e Responsabilidade Social Corporativa com ênfase em finanças corporativas. Embora o perfil e as atividades ESG/CSR de uma empresa se mostrem fortemente relacionados ao mercado da empresa, características de liderança e proprietário, bem como seu risco, desempenho e valor, ainda existem hipóteses e resultados conflitantes.

Desse mesmo modo, o estudo de Pedersen et al. (2021), propôs uma teoria na qual a pontuação ambiental, social e de governança (ESG) de cada ação desempenha dois papéis, o primeiro em fornecer informações sobre os fundamentos da empresa e em segundo, afetar as preferências dos investidores. As ações das empresas estão sobre o escrutínio da sociedade, então para atender as preferências dos investidores, as companhias podem manipular/gerenciar suas atividades para que se obtenha melhores indicadores que as concorrentes, sem realmente adotar as posturas e ações esperadas pela sociedade. O problema indireto do sistema de pontuação é que companhias podem focar suas atenções em ações para a melhoria da nota, e com isto adotar apenas as medidas que elevem sua pontuação, apenas com o intuito de se vender como uma empresa com alto indicador ESG, o processo de *greenwashing*, é uma preocupação, a definição de *greenwashing* é algo próximo a um uso de técnicas de marketing e relações públicas, para apropriar a virtude ambientalista ao produto/ação.

Baldi e Pandimiglio (2022) investigaram os fatores que influenciam o desempenho dos títulos verdes e encontraram evidências de que os investidores tendem a aceitar retornos mais baixos em troca de financiar projetos de infraestrutura que tenham um impacto significativo na sustentabilidade das comunidades ou territórios-alvo. No entanto, eles também observaram que os investidores exigem prêmios mais altos como forma de compensação quando estão expostos a maiores riscos de *greenwashing* pelos emissores. No estudo de caso de Christensen et al. (2022) verificam que apesar do crescente uso de classificações ESG, há um desacordo substancial entre as agências de classificação sobre qual pontuação atribuir a empresas individuais e o peso de cada ação. Como o que impulsiona esse desacordo não está claro, foi examinado se a divulgação ESG de uma empresa ajuda a explicar parte desse desacordo. Os resultados foram que uma maior divulgação ESG na verdade leva a uma maior discordância de classificação ESG, os avaliadores discordam mais sobre as métricas de resultados ESG do que as métricas de entrada (políticas), e que a divulgação parece amplificar mais a discordância para os resultados. Por último, examinou as consequências do desacordo ESG e descobriu que maior desacordo ESG está associado a maior volatilidade de retorno, maiores movimentos absolutos de preços e menor probabilidade de emissão de financiamento externo. No geral, as descobertas destacam que ao maior nível de divulgação ESG geralmente exacerba a discordância de classificação ESG em vez de resolvê-la.

Sobre a importância do ESG Edmans (2023) considera que ESG, no fim é nada de especial, ESG não é melhor nem pior que outros fatores que geram valores a longo prazo. ESG é essencial para o valor financeiro a longo prazo da companhia, o ato de considerar valores de ESG na hora de investir em uma companhia, não é investir em ESG, mas investir. Não existe a ação de investimento em ESG, mas sim, analisar indicadores ESG. ESG contribui para ser mais um fato de análise não financeira da empresa, uma gama de dados que auxilia o investidor na tomada de decisão e na previsão sobre o valor da empresa no futuro. Logo, com esses estudos é possível concluir que a literatura não é pacífica sobre a classificação ESG, e isso pode estar refletido nos resultados, já que ao utilizar diferentes metodologias para classificar ESG acarreta em diferenças de resultados já que métodos desiguais, geram análises distintas, e pode levar a situações onde que para uma métrica a empresa ocupa uma posição específica em relação ao mercado que ela está inserida, e por outra métrica ela ocupar uma posição completamente oposta, e essa discrepância pode gerar dúvidas ao usuário da informação da confiabilidade destes indicadores.

3. METODOLOGIA

3.1 Perfil da Amostra

A amostra deu-se pela composição de três empresas de capital aberto. As empresas foram escolhidas por serem organizações brasileiras de setores distintos que possuem impacto social, sendo assim uma empresa do setor alimentício, e de impacto no meio ambiente, possuindo assim uma empresa do setor ambiental e outra do setor mineral. As escolhidas foram Ambev S.A, companhia do ramo de bebidas, a Klabin S.A, companhia de produção de celulose, e Gerdau S.A empresa produtora de aços.

Tabela 1 - Empresas

Companhia	Ambev S. A	Klabin S. A	Gerdau S. A
Ano de Fundação	1999	1899	1901
Valor de Mercado	232,23 bilhões	25,87 bilhões	45,01 bilhões
Setor	Alimentício	Papel e Celulose	Siderúrgico

Nota: Dados da pesquisa

Uma das características em comum das empresas apresentadas na Tabela 1 são que, além de dependerem fortemente de matéria prima primária, como água, energia elétrica e minérios, adotam, em seus valores, compromissos com o meio ambiente, com a sociedade e com a governança corporativa, aspectos que compõem a nota e o conceito de valores ESG.

3.2 Informações ESG

Em relação aos dados sobre as informações ESG, o trabalho utilizou uma fonte de dados: constitui-se das informações divulgadas no relatório da companhia pela *Refinitiv* sobre ESG. A *Refinitiv*, descreve que os indicadores ESG são transparentes e objetivos. A *Refinitiv* mensura o desempenho ESG da companhia sobre 10 temas principais e os dados utilizados para esta mensuração são as informações públicas da empresa, além elementos da divulgação anual e relatórios ESG da companhia, ou seja, são em grande medida informações produzidas pela própria empresa avaliada, deve-se levar em conta que isso não pode ser considerado um problema, já que as informações financeiras pela empresa são informações divulgadas de forma voluntária.

3.3 Procedimento de Análise

Houve uma avaliação qualitativa dos indicadores das companhias do estudo de caso (Yin, 2015, 2018). A avaliação utilizou-se da proposição de estabelecimento de algum nível de associação entre os indicadores ESG da companhia, analisados no período de 2017 a 2021, a partir da análise destes indicadores foi realizado uma análise crítica do comportamento.

Ademais, entre os indicadores, e de modo a facilitar o processo em curso, foram construídos 4 gráficos que prestam o papel de justapor curvas das empresas a fim de se permitir a comparação entre cada organização.

3.4 Análise de Resultados

Como indicado nas seções anteriores, temos que a modelagem *refinitiv* é estruturada a partir da construção de série de pontuações ESG projetadas para medir de forma transparente e objetiva o desempenho, compromisso e eficácia ESG relativos de uma empresa, temos abaixo o mecanismo de escala utilizado pela *refinitiv*, vai de D- há A+, ou seja, uma escala de 12 níveis a escala é apresentada a seguir:

Figura 2

Rating
D-
D
D+
C-
C
C+
B-
B
B+
A-
A
A+

Nota: Próprio Autor, 2022.

O sistema de escala da *Refinitiv* é uma forma vantajosa de interpretar as informações de empresas em relação às outras. A escala é definida pela posição relativa da empresa em relação às outras companhias, ou seja, quanto mais próximo do A+, mais próxima a empresa está do topo dos indicadores, e quanto menor a escala, mais baixo o nível da empresa em relação às outras companhias. É importante notar que a redução de escala não significa necessariamente uma redução dos indicadores ESG da empresa, mas sim um aumento dos extratos superiores. Da mesma forma, um aumento dos indicadores não significa necessariamente uma redução da companhia, mas pode ser resultado de uma redução geral da média.

No entanto, é importante ressaltar que a adição de indicadores entre companhias não faz sentido. Além disso, é preciso ter cuidado ao interpretar a escala, já que uma companhia em uma escala superior duas vezes maior não necessariamente tem seus indicadores dobrados em relação a outra empresa. Embora haja desvantagens na interpretação das medidas utilizando escalas, o sistema de escolas da *Refinitiv* é uma ferramenta útil para interpretar as informações de empresas em relação às outras, sem necessidade de conhecimento prévio sobre as demais. Após a explicação da interpretação da escala, a Tabela 3 apresenta os indicadores da Gerdau S.A, deve-se considerar que no momento do acesso, não havia as escalas para Environmental, social e Governance do ano de 2021, somente a classificação geral da ESG.

Tabela 3

Gerdau S.A					
Gerdau	2017	2018	2019	2020	2021
Environmental	C-	C	B	B-	
Social	C-	C	B-	B-	
Governance	B-	C+	B-	C+	
ESG	C	C+	B-	B-	B-

Nota: Refinitiv (2022).

Na empresa Gerdau S.A, pode-se verificar uma variação positiva, verifica-se o aumento do indicador do meio ambiente, social, mas uma queda na governança, havendo uma variação de ano/ano. A companhia Gerdau S.A os indicadores indicam que a companhia está na média em relação as outras companhias, e o indicador geral de ESG avançou ano a ano, com melhoria relativa em questões ao Enrionmental e Social. O ano de 2021, foi o ano de início da pandemia do Corona Virus, e o indicador geral não foi reduzido, demonstrando que em relação as outras companhias, não houve um avanço e nem retrocesso.

Em relação a governança a empresa ficou entre B- e C+, seus indicadores devem estar no linear da mudança, onde uma leve mudança na governança da empresa, ou das outras já afetam os indicadores. Outra explicação pode ser dar pelo argumento de Christensen et al. (2022), onde desacordos e mudanças metodológicas podem estar afetando os indicadores. Fato relevante a ser analisado é o grande crescimento dos indicadores de *Environmental* e *Social* de 2018 a 2019, onde a empresa saiu de C para B, ou seja, em um ano ela subiu 4 níveis de escala.

Este crescimento pode ser interessante a luz da teoria da legitimidade, onde as empresas buscam aumentar seus indicadores ESG para justificar a existência da companhia, os autores Abdul Rahman e Alsayegh (2021), o aumento pode ser uma tentativa de comunicar e convencer o público de que estão atendendo a expectativas sociais e assim diminuir as pressões, seja, sociais ou política. A Tabela 4 apresenta as informações ESG da Ambev.

Tabela 4

Ambev S.A					
Gerdau	2017	2018	2019	2020	2021
Enrionmental	B	B-	B	B+	
Social	B	B-	C+	B-	
Governance	D+	D+	C+	C-	
ESG	B-	C+	C+	B-	B-

Nota: Refinitiv (2022).

Na empresa Ambev pode-se verificar que os indicadores do ESG tiveram uma variação majoritariamente positiva, com o grande avanço na governança, saindo do extrato inferior para próximo a média ao avançar 3 níveis entre 2017 a 2019, isso pode levar o usuário da informação a considerar que houve grandes mudanças no processo de governança da Ambev, mas em 2020 houve uma pequena redução, caindo dois níveis, os outros indicadores aparentemente não sofreram grandes mudanças.

Os níveis da Ambev, para environmental e social, se mostram instáveis, os níveis sobem e diminuem ano a ano, essa instabilidade pode levar uma mensagem, uma sinalização ao mercado de ausência de estabilidade das políticas sociais e ambientais da companhia, e a estabilidade, e melhora desses indicadores são importantes para a sinalização a sociedade do compromisso social da empresa, mesmo que como o trabalho de La torre et al. (2020)(2020) de a melhora dos indicadores ESG, não possui uma correlação com a melhora dos indicadores financeiros.

Estudo de Caso da Comparabilidade de Indicadores ESG em Empresas de Capital Aberto

A Tabela 5 demonstra os indicadores da Klabin S.A

Tabela 5

Klabin S.A					
Gerdau	2017	2018	2019	2020	2021
Enrionmmntal	B+	A	A	A	
Social	B	B+	A-	A-	
Governance	C	C	C	C	
ESG	B	B+	B+	B+	B+

Nota: Refinitiv (2022).

Ao analisar a empresa Klabin S.A, podemos observar que ela apresenta os melhores indicadores para questões ambientais e sociais, além de manter um processo de governança estável ao longo do período analisado. A estabilidade dos indicadores pode indicar a manutenção de ações consideradas ESG. Como se trata de uma empresa do setor de Papel e Celulose, é esperado que haja uma preocupação ambiental, o que pode ser explicado pela teoria da legitimidade. Vale ressaltar que investimentos em ESG podem não ser motivados apenas por questões humanitárias, mas também econômicas e políticas, como a redução de custos ambientais. Além disso, o processo produtivo da empresa demanda tempo para o crescimento das árvores e preparação do papel e celulose, o que requer uma política estável e de longo prazo, o que pode estar refletindo nos indicadores positivos da Klabin S.A. Ressalta-se pôr fim a governança corporativa que está próxima a média das outras empresas.

Após a apresentação dos indicadores ESG, passamos à comparação dos índices ESG das empresas discutidas na Tabela 6 a seguir:

Tabela 6

Rating (ESG)	2017	2018	2019	2020	2021
Gerdau S. A	C	C+	B-	B-	B-
Ambev S. A	B-	C+	C+	B-	B-
Klabin S. A	B	B+	B+	B+	B+

Nota: Refinitiv (2022).

Na Tabela 6, vemos os indicadores ESG gerais das três empresas discutidas, e podemos ver que há uma redução informacional na análise do indicador geral, por ele a Gerdau S.A e a Ambev S.A, possuem duas escalas de diferença para a Klabin, mas os seus indicadores ambientais são completamente diferentes, com as empresas no extrato superior, mesmo com a Ambev S.A em 2017 estando no nível D na governança.

Esses ranques podem ser explicados pelo processo de mensuração da *refinitiv*, que considera o peso do setor que ela se encontra no processo de cálculo para a nota das ações ESG da companhia, e esse processo pode gerar falhas e distorções, como discutido no trabalho de Billio et al. (2021), isso pode levar que mesmo havendo uma concordância, isso não leva impacto financeiro para a companhia, como já exemplificado nos resultados do trabalho de La Torre et al. (2020). As empresas possuem melhores notas em ações ambientais, isso pode estar relacionado a teoria da legitimidade, onde a empresa busca dar a impressão de que há poucos problemas ambientais, evitando assim ações políticas ou legais pelos governos e pela sociedade.

Aspecto a ser considerado é em relação a outras metodologias, como a da B3 no ranking do Índice de Sustentabilidade Empresarial, o ISE, a Klabin S.A em 2021, esteve na posição 6 com 80.81 pontos, a Ambev S.A, em posição 53 com 58,83 pontos e a Gerdau S.A não foi mensurada pela B3. Em ambas as metodologias, a Klabin S.A apresenta notas superiores as outras empresas deste estudo de caso, o que está desconforme é a diferença relativa, já que pela *refinitiv* a Klabin

Estudo de Caso da Comparabilidade de Indicadores ESG em Empresas de Capital Aberto

S.A, está 3 níveis do topo, e com dois níveis a mais da Ambev S.A e Gerdau S.A, mas pela bolsa a Klabin S.A já se encontra no topo, entre as empresas com os melhores indicadores.

Além do problema da relatividade dos dados, onde amostras maiores empresas que estão em nível superior podem ter seu nível reduzido, há questões não observáveis e de difícil mensuração do impacto no indicador, como legislações locais, falhas humanas e diferenças culturais. Empresas possuem subsidiárias em diferentes países, e questões legais, históricas e geográficas, um exemplo banal seria o uso de energias renováveis, que depende em certa medida da estrutura física do local onde a empresa opera. Por isso relações, que uma empresa possui superioridade em aspectos ESG que outras, deve ser visto com ressalvas. O artigo tem a mesma noção de Edmans (2023), deve-se analisar os indicadores a evolução, e a posição da empresa, como medida auxiliar na tomada de decisão.

Realizada análise e discussão dos índices, selecionamos da *refinitiv*, no ano 2021, a Klabin S.A, a empresa foi escolhida por possuir os maiores indicadores ESG, assim é interessante verificar as notas específicas desta companhia. Vejamos:

Tabela 7

Klabin SA Pontuação de ESG	
Meio ambiente	84
Emissões	86
Uso de recursos	79
Inovação	88
Social	77
Direitos humanos	70
Responsabilidade do produto	44
Equipe de trabalho	92
Comunidade	70
Governança	36
Gerenciamento	23
Acionistas	38
Estratégia de CSR	73

Nota: *Refinitiv* (2022).

Diante da Tabela 7 da Klabin anual 2021, pode-se verificar que a empresa apresentou destaque avaliativo em sua base relacionada ao meio ambiente. Em sua base social, apresentou números inferiores à categoria anterior, mas ainda dentro de certo nível de estabilidade. Já em governança a empresa obtém resultados considerados insatisfatórios de acordo com a metrificação *refinitiv*. Ao se comparar este perfil com a Tabela adaptada para o presente estudo de multi-casos, no ano de 2021 percebemos haver compatibilidade entre as categorias de governança da avaliação *refinitiv*. Verifica-se a explicação do motivo da governança ser abaixo da média, que pela metodologia da *refinitiv* o processo de gerenciamento da Klabin S. A não é bem pontuado, e considerando que a empresa nesse período não realizou ações para melhorar, deve-se considerar que a empresa pode não considerar os pontos considerados pela *refinitiv* como úteis, ou ações não viáveis e positivas para companhia.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A sociedade e por consequência o usuário da informação demonstra preocupação com questões, sociais, ambientais e políticas das empresas, e para que a sociedade e o usuário da informação possam ter uma medida para a tomada de decisões, e devido à dificuldade de mensurar diretamente estas questões, instituições estão desenvolvendo métricas de medição indiretas para quantificar as ações ambientais, econômicas e de governança das companhias.

Como observado no trabalho, ao longo dos anos alguns procedimentos ou processos foram sendo desenvolvidos buscando uma maior interação entre os processos produtivos das empresas com o meio ambiente, estabilizando os impactos ambientais e fundamentando a importância de uma orientação ambiental dentro dos processos gerenciais.

Pesquisadores apontam que o desenvolvimento sustentável não se restringe apenas ao crescimento econômico e a questões ambientais, havendo também a necessidade de abordar o desenvolvimento social e a governança. Por isso, o ESG é abordado pela combinação destas três ações (Ambiental, Governança e Social), e não como uma visão individual de apenas um aspecto. Equidade salarial de gênero, poluição e transparência na governança corporativa, são exemplos de ações individuais, mas para a preparação dos indicadores são ambas consideradas, com apenas diferenças de pesos por questão do setor que a empresa atua.

O presente estudo apresenta as limitações da metodologia, pois, por ser um estudo de multi-casos, os resultados possuem baixa possibilidade de generalização e uma baixa representatividade das companhias abertas como um todo. Sugere-se a utilização de modelos estáticos e análises multivariadas para que se verifiquem as variáveis significativas que influenciam os indicadores ESG, como também a expansão da comparação entre diferentes instituições para que seja possível identificar se as informações ESG são comparáveis, e se são o *value relevance* para a companhia. O presente estudo contribui para a literatura por discutir questões de interpretação e limitação destas interpretações.

Dentro das limitações relatadas, as observações realizadas permitiram identificar ainda a existência de relativo nível de desagregação nos padrões de construção das métricas ESG. Esta desagregação pode reduzir a confiabilidade no uso das métricas ESG pelo usuário da informação, a impossibilidade de comparação das métricas, pode levar a dúvida de qual entidade possui a melhor métrica ESG. Aspecto a se considerar, algumas informações ESG são baseadas em critérios de presença ou ausência de dada informação, assim, sugere-se para pesquisa futuras buscar as determinantes para que empresas decidam realizar ações consideradas como ESG.

REFERÊNCIAS

- Abdul Rahman, R., & Alsayegh, M. F. (2021). Determinants of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Reporting among Asian Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040167>
- Ambev. (2023). *Sobre a Ambev*. Sobre a Ambev. <https://www.ambev.com.br/sobre/principios/B3>.
- B3. (2023). *Índice Brasil ESG*. Índice Brasil ESG. https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-em-parceria-s-p-dowjones/indice-brasil-esg.htm
- Baldi, F., & Pandimiglio, A. (2022). The role of ESG scoring and greenwashing risk in explaining the yields of green bonds: A conceptual framework and an econometric analysis. *Global Finance Journal*, 52, 100711. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100711>
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the <scp>ESG</scp> ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Cheshire, L. (2010). A corporate responsibility? The constitution of fly-in, fly-out mining companies as governance partners in remote, mine-affected localities. *Journal of Rural Studies*, 26(1), 12–20. <https://doi.org/10.1016/j.jrurstud.2009.06.005>
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of

- The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Gerdau. (2023). *Linha do tempo Gerdau*. Linha Do Tempo Gerdau. : <https://www2.gerdau.com/pt-br/sobre-nos/perfil#page-3>
- Gil, L. A. (2021). *Análise da conjuntura de incorporadoras e construtoras frente ao movimento Environmental* [Trabalhos de Conclusão de Curso de Graduação]. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Klabin. (2022). *Klabin - Relatório de sustentabilidade*. Klabin. <https://rs2017.klabin.com.br/a-klabin/#:~:text=Todo%20o%20seu%20ciclo%20produtivo,para%20os%20neg%C3%B3cios%20da%20Klabin>
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 10–16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12169>
- La Torre, M., Mango, F., Cafaro, A., & Leo, S. (2020). Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability*, 12(16), 6387. <https://doi.org/10.3390/su12166387>
- Lenza, E. R. V., Lapini, P. A., & Camargo, S. H. R. V. de. (2008). Desenvolvimento sustentável e lucratividade como fatores de contribuição para a sobrevivência das organizações: uma abordagem a partir da análise do relatório anual da empresa Natura Cosméticos S.A. *GEPROS: Gestão Da Produção, Operações e Sistemas*, 3(3), 25–38. <https://doi.org/10.15675/gepros.v3i3.466>
- Melo Neto, F. P. de, & Froes, C. (2004). *Gestão da responsabilidade social corporativa: o caso brasileiro* (2nd ed.). Qualitymark.
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- REFINITIV, E. (2022). *Environmental, Social and Corporate Governance - ESG*. An Overview of Environmental, Social and Corporate Governance - ESG. <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data>
- Tenório, F. G. (2011). *Responsabilidade social empresarial: teoria e prática* (2nd ed.). FGV.
- Yin, R. K. (2015). *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos* (5th ed.). Bookmann.
- Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications: Design and Methods* (6th ed.). SAGE Publications Ltd.
- Yu, E. P., Luu, B. Van, & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>