

PRINCIPAIS DIVERGÊNCIAS NAS MÉTRICAS ESG E SEUS IMPACTOS NOS RATINGS DOS BANCOS BRASILEIROS¹

MAIN DIFFERENCES IN ESG METRICS AND ITS IMPACTS ON RATINGS OF BRAZILIAN BANKS

Antonio Martiningo Filho²

Agatha Kovalek de Lima³

Vinicius Alves dos Santos Pereira⁴

Ducineli Regis Botelho⁵

RESUMO

O objetivo deste artigo foi demonstrar as principais divergências entre as métricas ESG (*Environmental, Social and Governance*) utilizadas pelas agências de *rating* e os impactos dessas divergências nos indicadores ESG dos bancos brasileiros. A partir da comparação das divergências de metodologia, escopo e pesos utilizados por duas das maiores empresas internacionais de *rating* (Refinitiv e S&P) foi possível observar diferenças no resultado dos indicadores. Essas divergências podem dificultar a avaliação das instituições quanto aos aspectos ESG relacionados aos interesses de todas as partes interessadas em uma organização, conforme previsto na Teoria dos Stakeholders. Foram analisados os indicadores ESG dos quatro maiores bancos brasileiros e verificadas divergências nos pesos adotados pelas agências de *rating* para os indicadores relacionados aos fatores Social (32% e 49,6%) e de Governança (55% e 36%), além de divergências de critérios em todos os componentes. Por fim, foi possível demonstrar que essas divergências influenciaram nos *scores* atribuídos pelas agências de *rating* aos bancos, o que pode dificultar uma análise precisa pelos usuários da informação, sejam grandes investidores ou mesmo a sociedade que espera receber retornos em troca do estado de legitimidade conferido à organização.

Palavras-chave: ESG; *Ratings*; Ambiental; Social; Governança; Indicadores; Bancos.

ABSTRACT

1 O artigo foi apresentado no XVI Congresso Anpcont em 2022. <https://anpcont.org.br/trabalhos-aprovados-2022/>

2 Universidade de Brasília – UnB, <https://orcid.org/0000-0001-7245-6056>, martiningo29@gmail.com.

3 Universidade de Brasília – UnB, <https://orcid.org/0000-0003-4950-7905>, kovalek.agatha@gmail.com.

4 Universidade de Brasília – UnB, <https://orcid.org/0000-0003-2245-1817>, viniciusunbdf@gmail.com.

5 Universidade de Brasília – UnB, <https://orcid.org/0000-0002-6205-2071>, ducineli@unb.br.



The objective of this article was to demonstrate the main divergences between the ESG (Environmental, Social and Governance) metrics used by rating agencies and the impacts of these divergences on the ESG indicators of Brazilian banks. From the comparison of differences in methodology, scope and weights used by two of the largest international rating companies (Refinitiv and S&P) it was possible to observe differences in the result of the indicators. These divergences can make it difficult for institutions to assess ESG aspects related to the interests of all stakeholders in an organization, as provided for in the Stakeholder Theory. The ESG indicators of the four largest Brazilian banks were analyzed and divergences were verified in the weights adopted by the rating agencies for the indicators related to the Social (32% and 49.6%) and Governance (55% and 36%) factors, in addition to divergences criteria in all components. Finally, it was possible to demonstrate that these divergences influenced the scores attributed by rating agencies to the banks, which can make it difficult for users of the information to perform an accurate analysis, whether they large investors or even society that expects to receive returns in exchange for the status of legitimacy conferred to the organization.

Keywords: ESG; Ratings; Environmental; Social, Governance; Indicators; Banks.



1. Introdução

Observa-se nos últimos anos o crescimento do interesse no tema ESG (*Environmental, Social and Governance*), notadamente quanto aos processos de avaliação e atribuição de *rating* para as corporações em termos de resultados ambientais, sociais e de governança. Essas avaliações podem contribuir com uma melhor imagem da organização perante a sociedade, além de contribuir para uma possível diminuição do custo de capital para as empresas, tendo em vista que o mercado sinaliza com taxas mais atrativas para empresas com compromissos assumidos com os fatores ESG.

Os conceitos sob o tripé ESG encontram suporte na Teoria dos Stakeholders, que prevê que a empresa é considerada uma organização social que precisa oferecer algum benefício a todos os que nela estão interessados (ALEXANDRINO, 2020). O termo ESG se refere a critérios adotados pelas companhias para garantir o comprometimento com questões ambientais, sociais e de governança e foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*, como uma provocação sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais.

O destaque dado aos investimentos que se valem de critérios ESG tem trazido importantes temas para essa discussão, inclusive vários questionamentos quanto à real eficácia e acurácia das métricas utilizadas para avaliação das empresas, desenvolvidas por agências de *rating* com o objetivo de reduzir a assimetria de informação entre empresas e agentes de mercado. Portanto, espera-se que as empresas com altos indicadores sejam aquelas que adotaram um arcabouço de medidas capazes de diminuir a probabilidade de se envolverem em escândalos ambientais, sociais ou ainda em casos graves de desvios morais.

Esse cenário, em que se observa um aumento significativo do investimento sustentável e responsável (SRI, em inglês) nos últimos anos e no qual investidores, acionistas, governos e empresas demandam informações precisas não apenas sobre o desempenho financeiro, mas também sobre os aspectos ESG, deu origem ao aparecimento de agências de *rating* ESG, que atuam como atores relevantes do mercado financeiro e devem se posicionar no sentido de alcançar um desenvolvimento mais sustentável das empresas (GALBREATH, 2013).

No entanto, se os impactos dos fatores ESG não forem efetivamente internalizados e as agências de *rating* atuarem apenas como atores econômicos, as mensagens lançadas sobre o que pode ser uma empresa sustentável ou como o desempenho da sustentabilidade corporativa pode ser medida podem ser deturpadas. Consequentemente, fornecer à sociedade informações enganosas sobre sustentabilidade corporativa pode afetar a legitimidade social e a confiança tanto das empresas avaliadas quanto das agências (OLMEDO-ESCRIG ET AL., 2019).

Outro ponto relevante dessa análise é o fato de ainda não se ter padrões obrigatórios e nem uma metodologia única para a estimação das métricas ESG, o que pode levar a divergências na avaliação de uma mesma empresa por diferentes agências e dificultar a comparação entre as empresas e o a tomada de decisão por investidores e usuários da informação. Além dessa diversidade de padrões e metodologias utilizadas, também os termos utilizados no mercado relacionados a ESG não são suficientemente claros para os usuários da informação. Ou seja,

termos como métricas, padrões, frameworks e ratings necessitam ser melhor apresentados aos usuários para diminuir a confusão criada em relação às discussões sobre ESG.

Nesse sentido, o Grupo Report (2004) formulou uma clara diferenciação entre os conceitos destacando que as métricas são usadas para classificar as empresas de acordo com critérios específicos para destacar e reconhecer as empresas nas exigências avaliadas de cada indicador. Duas métricas bastante famosas são o DJSI (Dow Jones Sustainability Index) e o ISE B3. Já os padrões são as regras e procedimentos para padronizar a maneira como dados e informações são coletados, mensurados, monitorados e divulgados. Os padrões unificam os indicadores para auxiliar na análise e no reporte dos dados críticos de sustentabilidade (impactos econômicos, ambientais e sociais) de forma transparente. Exemplos são as normas GRI (Global Reporting Initiative) e os SASB Standards da VRF (Value Reporting Foundation).

Os chamados frameworks são as estruturas que fornecem as diretrizes para a forma de divulgar dados e informações. Exemplos são o Relato Integrado e o TCFD (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) e os ratings são as avaliações emitidas pelas agências e servem para auxiliar os investidores que querem ativos sustentáveis, partir da quantificação do impacto das práticas de governança e de políticas socioambientais adotadas pela empresa, sendo que quanto melhor a performance e quanto mais precisas as ações e informações disponibilizadas pela empresa sobre as práticas ESG, melhor é a classificação obtida. Os principais ratings: Sustainalytics; ISS Score; MSCI Ratings; S&P; Moody's; Fitch Ratings e Thompson Reuters.

Assim, diante de diferentes métricas, padrões, frameworks e ratings utilizados, o presente estudo terá como objeto de investigação o fato de uma mesma empresa poder ser bem avaliada em determinado rating e ao mesmo tempo fracassar em outro. Portanto, o objetivo da pesquisa é demonstrar as principais divergências entre as métricas ESG utilizadas pelas agências de rating e avaliar se o fato de cada rating possuir a sua própria metodologia, além de pesos e critérios diferentes atribuídos a cada fator ou indicador, poderia ser uma possível explicação para essas divergências de avaliação entre as agências de rating pesquisadas.

A metodologia utilizada foi uma pesquisa exploratória a partir do estudo de caso dos quatro maiores bancos brasileiros, uma vez que não foram encontradas outras pesquisas específicas sobre os efeitos das avaliações ESG nos scores atribuídos pelas agências de rating aos bancos brasileiros. Nesse sentido, torna-se oportuno o aprofundamento de pesquisas já elaboradas por diversos autores (BERG & RIGOBON, 2019; ESCRIG-OLMETO ET AL, 2019; GALBREATH, 2013; TEIXEIRA NETO, 2019; WIDYAWATI, 2020), além do levantamento de novas hipóteses sobre as causas dessas divergências e seus efeitos nas avaliações ESG.

Como contribuição a esses estudos, foi possível confirmar que a divergência maior entre as agências de rating se dá em relação ao escopo e à forma de medição dos indicadores. Ou seja, além das diferenças nas metodologias, é possível também observar divergências nos pesos utilizados pelas agências de rating nos fatores Ambiental (13% na S&P e 14,4% na Refinitiv), Social (32% na S&P e 49,6% na Refinitiv) e de Governança (55% na S&P e 36% na Refinitiv) e divergências nos critérios de medição (escopo) das métricas.

Também foi possível observar que essas divergências geram ratings diferentes para a mesma empresa e que essas informações divergentes são divulgadas aos tomadores de decisão e ao público em geral, podendo prejudicar a avaliação quanto à real contribuição das empresas para uma economia ambientalmente sustentável e socialmente justa.

2. Referencial teórico

2.1 Teoria dos Stakeholders

Durante muito tempo, as escolas de administração, contabilidade e economia repetiram aos seus alunos que o objetivo de uma empresa é aumentar de forma constante e consistente o seu lucro e dar o maior retorno possível a seus acionistas, repetindo o famoso artigo de Milton Friedman (1970), publicado na *New York Times Magazine* que afirmava categoricamente que o papel social das empresas era aumentar seu lucro. O artigo influenciou fortemente na percepção de que as empresas devem maximizar o lucro ou valor de mercado para o acionista e que este é o principal papel, senão único, dos *shareholders*.

No entanto, a partir da década de 80, acentuaram-se as discussões sobre o real papel social das empresas. Em 1984, foi publicado o livro *Strategic Management: A Stakeholder Approach* que detalha a Teoria dos Stakeholders na gestão organizacional e ética nos negócios, afirmando que a administração das empresas deveria considerar os *stakeholders* e não somente os acionistas na tomada de decisão (FREEMAN, 1984). Segundo Freeman, um *stakeholder* é definido como um grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela organização.

Outro estudo relevante sobre a Teoria dos Stakeholders foi elaborado por Donaldson e Preston (1995), que descreveram três dimensões da teoria: descritiva, instrumental e normativa. A dimensão descritiva descreve e explica o comportamento das empresas e seus impactos no ambiente em que atuam, apresentando a visão dos gestores em relação ao negócio. A dimensão instrumental considera que os gestores devem se valer da sua influência para atingimento de resultados financeiros para a empresa na mesma proporção que seu engajamento para aquele fim. Já a dimensão normativa parte do pressuposto que os stakeholders possuem diretrizes morais que influenciam na gestão e na operação da empresa.

Para Freeman e McVea (2001), os gestores devem formular e implementar estratégias coerentes com todos os grupos que de alguma forma afetam e são afetados pelos negócios da empresa. Assim, a principal tarefa da administração seria a de gerenciar e integrar os relacionamentos e interesses dos stakeholders, sejam eles acionistas, funcionários, clientes, fornecedores ou comunidades, tornando possível uma vantagem competitiva de longo prazo.

Nesse sentido, os autores destacam que diferentes tipos de stakeholders só podem cooperar no longo prazo se, apesar de suas diferenças, compartilharem um conjunto de valores essenciais. Portanto, uma abordagem bem sucedida deve incorporar valores como um elemento chave do processo de gerenciamento estratégico. Dessa forma, Freeman e McVea (2001) defendem que se analise as preferências dos stakeholders no processo de tomada de decisão estratégica pelas empresas, visando a sustentabilidade de longo prazo dos negócios.

Uma das formas de incorporar tais valores é a partir da aplicação de recursos financeiros na empresa, ou pela empresa, através dos investimentos. Assim, como se pode observar nos estudos analisados, as estratégias de ESG têm ganhado destaque nos últimos anos, principalmente nas grandes corporações, como uma forma de demonstrar que as preocupações dessas organizações vão muito além da simples maximização do lucro para seus acionistas.

Considerando o amplo espectro de stakeholders existentes, é possível identificar os stakeholders mais importantes em determinado momento para a organização, considerando a intersecção de três aspectos: poder, legitimidade e urgência (MITCHEL ET AL. 1997). Segundo os autores, a intersecção desses fatores é o que leva à definição dos stakeholders que deveriam ter seus desejos atendidos mais rapidamente.

Meyer e Scott (1983) consideram a legitimidade como decorrente da congruência entre a organização e seu ambiente cultural. Para esses autores, as organizações são legítimas quando são compreensíveis, ou seja, quando a cultura estabelecida fornece explicações para a sua existência. Para Suchman (1995), a legitimidade organizacional se traduz em uma percepção ou pressuposto generalizados de que as ações de uma entidade são desejáveis, apropriadas e adequadas dentro de sistemas socialmente construídos de normas, valores, crenças e definições.

Alakent e Ozer (2014) explicam que a legitimidade organizacional pode ser alterada ao longo do tempo. Algumas práticas antes legítimas podem, com o passar do tempo, não ser mais consideradas apropriadas pela sociedade. Além disso, mudanças em valores, políticas e regulações, novas tecnologias e novas práticas organizacionais podem alterar a percepção de legitimidade organizacional (ALAKENT & OZNER, 2014; SONPAR; ET AL., 2010).

Nesse sentido, Teixeira Neto (2019) destaca a evidente necessidade de a administração das empresas considerarem outros interesses para além dos interesses dos detentores dos direitos financeiros e dos agentes destes (os próprios administradores/gestores), uma vez que o problema da agência já se encontrava alegadamente resolvido pela chamada ‘Teoria da Agência’ e pela legislação e regulamentações dos mercados de capital foram sendo adotadas em vários países com referência principal para os Estados Unidos.

Já Ribeiro (2016) destaca que os temas gestão pública, responsabilidade social, turismo, gestão ambiental, ética e governança corporativa têm forte relação com a Teoria dos Stakeholders, como, por exemplo, as temáticas sobre gestão pública, turismo e gestão ambiental, tendo em vista a quantidade de stakeholders que são envolvidos no processo de entendimento destes campos de estudo, colocando como foco essencial de compreensão a Teoria dos Stakeholders para melhor entendimento de como estes stakeholders impactam estas áreas de conhecimento.

Por fim, Góes (2021) apresenta uma abordagem alternativa para auxiliar os gestores a identificar, analisar e alinhar os interesses de alguns grupos de stakeholders com os da organização, a fim de que a empresa tenha melhor desempenho, ao aprofundar o escopo explicativo da Teoria dos Stakeholders usando a Teoria da Justificativa para entender o modo como os stakeholders engajam-se em debates públicos, a fim de administrar disputas, mantendo a legitimidade das instituições das quais fazem parte.

Nesse sentido, as ações empreendidas pelas corporações para adotar critérios ESG em seus negócios e investimentos poderiam se enquadrar no conceito de legitimidade adotado na Teoria dos Stakeholders. Ou seja, estratégias organizacionais que não levavam em conta questões ambientais, sociais e governamentais passaram a ser questionadas pela sociedade e demais stakeholders, que dão legitimidade à existência dessas organizações.

Também tem contribuído para essa mudança de percepção da sociedade a ação frequente e insistente dos reguladores nacionais e internacionais nos últimos anos no sentido de implementar regras restritivas a empresas que não cumprem requisitos mínimos de ESG, além da posição dos grandes investidores institucionais que têm colocado restrições ao fornecimento de recursos financeiros a essas empresas.

2.2 ESG (Environmental, Social and Governance)

O conceito de que decisões de investimento podem impactar o mundo não é novo. Bugg-Levine e Emerson (2011) afirmam que, assim como o ser humano não é unicamente um indivíduo econômico e nem um ser puramente social, por extensão, as organizações não se apoiam somente em elementos financeiros, mas também em elementos sociais. Essa observação está alinhada à Teoria dos *Stakeholders*, uma vez que incorpora a noção de que os valores morais dos grupos que afetam e são afetados pela empresa devem ser considerados no momento de tomada de decisão, visando seu gerenciamento estratégico e sustentabilidade de longo prazo.

Atualmente, jornais e sites especializados em finanças e economia de todo o mundo têm dado destaque a investimentos que se valem dos critérios ESG, inclusive com incentivo de grandes fundos de investimentos e outros investidores institucionais com o oferecimento de taxas mais atrativas para essas empresas. No entanto, ainda existe muita dúvida sobre como integrar esses critérios nas decisões de investimento pelas grandes corporações.

Em 2016, o PRI (Principles for Responsible Investment) reforçou que a integração ESG é a inclusão “explícita e sistemática” de questões relacionadas ao meio ambiente, sociedade e governança corporativa na análise e decisão de investimento e o benefício dessa integração, de acordo com o PRI, é a possibilidade de os investidores identificarem empresa ambientalmente sustentáveis e socialmente justas, além de, possivelmente, evitarem o risco de investir em uma empresa ou setor potencialmente danoso à sociedade e/ou ao meio ambiente.

Essa discussão teve marcos importantes nos últimos anos, como por exemplo o Manifesto de Davos de 2020, que estabeleceu como premissas: a tolerância zero com a corrupção; a proteção ao meio ambiente para futuras gerações; e a vigilância dos direitos humanos em toda a cadeia de fornecedores na gestão dos negócios. Também em 2020, a Black Rock, maior gestora de recursos do mundo, publicou a “Carta aos CEOs” na qual afirmou que colocaria a estratégia baseada em questões ESG como “oferta padrão de soluções” e ressaltou a importância de uma visão de longo prazo dos investimentos.

Tais fatos levaram à necessidade de expansão dos determinantes de desempenho sustentável empresarial, visando a geração de valor a longo prazo e aumentando a necessidade de elaboração de novos relatórios e de maior prestação de contas, além de novas estruturas que se estendem para além das demonstrações financeiras e para a criação de indicadores de

desempenho não financeiros baseados no impacto ambiental, social e de governança corporativa (BROCKET & REZAEI, 2012).

Segundo Brocket e Rezaei (2012), muitos dos desastres ambientais que ocorreram nas últimas décadas demonstram que as políticas ambientais das empresas são vitais não só para a sustentabilidade econômica e manutenção do negócio, mas também para o bem-estar da sociedade. Fato que alerta as organizações para estabelecerem políticas e abordar questões ambientais visando a criação de valor para seus stakeholders, a partir da utilização eficiente dos recursos escassos a fim de atenuar os impactos negativos sobre o meio ambiente.

Já a dimensão social do desempenho sustentável configura-se através da preocupação que a organização deve ter no tratamento para com a sociedade, incluindo a comunicação transparente através da publicação de relatórios não financeiros e a inserção de práticas que beneficiem tanto a comunidade interna como a comunidade externa à organização.

Brocket e Rezaei (2012) também expõem a necessidade das organizações no que diz respeito a governança corporativa, que está relacionada à conduta ética em toda a organização e à redução da assimetria de informação, que ocasiona uma maior credibilidade da empresa no mercado. Segundo Dedonato & Beuren (2010), essas boas práticas de governança corporativa adotadas pela companhia tendem a proporcionar uma maior transparência aos usuários da informação, evitando muitas vezes práticas não condizentes com os valores sociais adotados pela comunidade (DEDONATTO & BEUREN, 2010).

Nesse sentido, as métricas de desempenho ESG, vêm sendo cada vez mais utilizadas por estudiosos que entendem serem estas as medidas a serem adotadas pelas instituições que pensam na criação de valor e na sustentabilidade da organização no longo prazo (BERG, 2019). Bastos et al. (2009) registram que existem diversas métricas ou indicadores de desempenho que orientam os gestores na busca de resultados que contribuam com o valor da empresa e que essas métricas são de grande importância para os gestores e usuários da informação para manter ou aumentar o retorno para seus acionistas, sócios ou outras partes interessadas (stakeholders).

No entanto, apesar da evolução das métricas de ESG e sua popularidade como proxy de sustentabilidade, as métricas permanecem falhas, sendo que a falta de transparência continua a ser uma questão fundamental (WIDYAWATI, 2020). Widyawati (2020) também registra a falta de compreensão da importância das métricas e a falta de consistência ou convergência dos dados, pois diferentes agências pontuam a mesma empresa de forma diferente, devido a diferenças nas metodologias e na forma de coleta de dados, além da falta de informações suficientes para comparar minuciosamente a substância e o processo de cálculo das métricas.

As agências de rating que elaboram essas métricas atuam como os principais intermediários para informações ESG nos mercados financeiros e acabam por cobrir questões ESG muito semelhantes, embora às vezes rotulem as questões com nomes diferentes. No entanto, as métricas exatas que as agências cobrem podem diferir e como essas métricas são propriedade da empresa elas acabam por não serem transparentes para pesquisadores externos (CHRISTENSEN, SERAFEIM & SIKOCHI, 2022).

3. Método de Pesquisa

A pesquisa apresenta-se como uma forma de investigação que tem como finalidade buscar respostas às indagações da sociedade, por meio de procedimentos científicos. Supõe-se que a realidade não é o que se mostra na aparência e não se revela na superfície e, além disso, esquemas explicativos não a esgotam. Assim, a pesquisa utiliza-se do método científico para descobrir respostas aos problemas mediante o emprego de procedimentos metodológicos (BEUREN, 2014; LAKATOS; MARCONI, 2019).

Segundo Beuren (2014), algumas tipologias de delineamentos de pesquisa são mais utilizadas na área de Contabilidade. Essas tipologias são agrupadas em três categorias: pesquisa quanto aos objetivos; quanto aos procedimentos; e quanto à abordagem do problema. Dessa forma, quanto aos objetivos, pode-se classificar o presente estudo como uma pesquisa exploratória. Quanto aos procedimentos, tem-se um estudo de casos. Por fim, quanto à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa qualitativa.

Para a seleção das empresas utilizadas no estudo de casos foram escolhidos os bancos brasileiros, em virtude da grande evolução da adoção de critérios ESG por essas instituições em decorrência da forte atuação do regulador e das estratégias adotadas pelas empresas para melhorar sua imagem perante aos investidores e à sociedade como um todo. Dentre as centenas de instituições financeiras do país, foram selecionados os quatro maiores bancos múltiplos em virtude de semelhanças na atuação e nos segmentos atendidos e também pela consistência das estratégias ESG adotadas por essas instituições.

Para certificar a completude do estudo, as informações utilizadas foram coletadas diretamente com as agências de rating (S&P e Refinitiv) que emitiram os relatórios de avaliação dos fatores ESG dos bancos analisados (Itaú Unibanco; Banco do Brasil; Bradesco e Santander), além da coleta de informações disponibilizadas eletronicamente pelos bancos.

3.1 Perfil da Amostra

O setor bancário tem um formato de condução das atividades que vão além do seu escopo habitual que é a intermediação financeira e inclui também fontes não-tradicionais de renda como: seguros, títulos de capitalização, previdência privada e prestação de serviços, dentre outros, contemplando uma nova visão de gestão dos negócios (BRIGHI; VENTURELLI, 2014). O setor é o protagonista na prestação de serviços de intermediação financeira, tendo importante papel no financiamento da economia de um país. Nesse sentido, os bancos são instituições essenciais à manutenção do comércio (atividades comerciais), porque além de oferecer serviços financeiros, facilitam transações de pagamento e oferecem crédito pessoal, ajudando no desenvolvimento do comércio nacional e internacional (ASSAF NETO, 2012).

No mercado, existem diversos tipos de bancos, cada um com as suas características e com uma importância para a sociedade. As principais instituições bancárias no nosso país são: bancos comerciais, bancos digitais, bancos de investimentos e bancos de desenvolvimento. Também existem os bancos múltiplos, criados pela Resolução CMN 1524/1998, cujo objetivo principal é ser um banco que pode operar múltiplas carteiras.

Com base nesta categorização, foram escolhidos para o presente estudo os quatro maiores bancos múltiplos do país em ativos financeiros: Itaú Unibanco, Banco do Brasil, Bradesco e Santander. O Itaú Unibanco foi fundado em 1924 em Minas Gerais. Na época, o banco Itaú se chamava Banco Central de Crédito, enquanto o Unibanco era conhecido como Casa Moreira



Salles. Em 1964, o banco passa a se chamar Banco Federal Itaú S.A. e em 1973 passa a se chamar Banco Itaú S.A., adotando o logotipo usado até os dias de hoje. Em 1994 começou sua expansão para o exterior e em 1995 iniciou suas transações na internet. Por fim, em 2008 ocorreu a fusão do Itaú com o Unibanco, dando origem ao Itaú Unibanco S.A., atualmente é o maior banco do país com R\$ 2,16 trilhões de ativos.

Fundado em 12 de outubro de 1808, o Banco do Brasil foi a primeira instituição bancária a operar no país e, em mais de 200 anos de existência, acumulou experiências e colecionou inovações, participando vivamente da história e da cultura nacionais. É constituído na forma de sociedade de economia mista, com participação do governo federal e de acionistas privados. Em 1969, começou sua expansão para o exterior e atualmente é o segundo maior banco do país com R\$ 1,93 trilhão de ativos.

Já o Bradesco foi fundado em 1943 com o nome de Banco Brasileiro de Descontos. No início tinha como estratégia atrair o pequeno comerciante, o funcionário público, pessoas de posses modestas, ao contrário dos bancos da época, que voltavam os olhares para os grandes proprietários de terras. Em 1951, com apenas oito anos de vida, tornou-se o maior banco privado do país à época. Em 1962, foi a primeira empresa a adquirir o primeiro computador da América Latina e na década de 90 iniciou suas transações na internet. Atualmente é o terceiro maior banco do país com R\$ 1,65 trilhão de ativos.

Em atividade no mercado local desde 1982, o Santander Brasil está presente em todas as regiões do Brasil por meio de uma ampla estrutura, composta de agências, postos de atendimento bancário e máquinas de autoatendimento, além de escritórios regionais, centros de tecnologia e unidades culturais. Sediada em São Paulo, a operação brasileira é parte integrante do Grupo Santander, de origem espanhola, que é o principal conglomerado financeiro da zona do euro e que tem grande presença na América Latina. Atualmente é o quarto maior banco do país com R\$ 956 bilhões de ativos.

3.2 Procedimentos de Análise

No presente estudo, foram utilizados dados primários fornecidos diretamente pelas agências de *rating* pesquisadas (Refinitiv e S&P) ou documentos disponibilizados diretamente nos sítios na internet das empresas (Banco do Brasil, Banco Itaú, Banco Bradesco e Banco Santander). Para a análise documental os registros institucionais das organizações e os dados disponibilizados pelas agências de *rating* foram organizados e sumarizados em tabelas comparativas referentes a cada um dos critérios ESG utilizados pelas agências, considerando seus respectivos impactos nos *scores* atribuídos às organizações analisadas.

A partir das informações obtidas, foram efetuadas comparações para cada um dos critérios utilizados pelas agências de *rating* e para os diferentes pesos e escopos atribuídos a cada um dos fatores ESG (ambiental, social e governança) e analisadas as justificativas das empresas de *rating* para os *scores*, bem como para eventuais discrepâncias entre os valores. Essas análises contribuíram para descrever como as diferentes metodologias, bem como a atribuição de pesos e escopos distintos por cada agência de *rating* contribuem para a atribuição de diferentes *scores* para uma mesma organização em um mesmo fator ESG, podendo confundir o usuário e desacreditar o processo de medição das agências.

4. Análise dos Resultados

Ao analisar os resultados da pesquisa, foi possível estabelecer uma relação entre os dados coletados e as principais pesquisas sobre o tema, que registravam uma forte divergência de metodologia, escopo e pesos entre as agências de *rating* em estudos internacionais e em outros segmentos de negócios.

O estudo evidenciou as diferenças de metodologias, escopo e pesos utilizadas pelas agências, conforme descrito nas Tabelas 1, 2 e 3 e seus impactos nos indicadores das empresas, conforme demonstrado nas Tabelas 4, 5 e 6. Também foi possível comparar os diferentes *ratings* atribuídos aos bancos pelas agências, evidenciando a discrepância entre esses *ratings* nas diferentes agências, conforme demonstrado na Tabela 7.

Ao elaborar quadros comparativos com as metodologias, pesos e escopos utilizados pelas diferentes agências de *rating* (Refinitiv e S&P) e avaliar os *scores* ESG atribuídos aos bancos, foi possível observar divergências relevantes entre as agências, dificultando uma análise precisa sobre o real estágio das empresas nos fatores ESG (ambiental, social e governança).

4.1 Divergências entre Agências de Rating

Tabela 1:

Divergências de Metodologias

S&P	Refinitiv
<ul style="list-style-type: none">Define fatores de crédito ESG como aqueles que podem influenciar materialmente a qualidade de crédito de uma entidade ou emissão avaliada.Empresas são classificadas nos setores definidos pela <i>S&P Global ESG Research</i> e a avaliação é específica para cada setor.Usa o Padrão Global de Classificação Industrial (GICS) como referência para a classificação do setor.Estrutura de classificação corresponde às classificações GICS com respeito aos níveis de grupo e setor (algumas agregações são no nível da indústria).Indicadores ESG são calculados para cada empresa, cobrindo vários tópicos de sustentabilidade.Metodologia dividida em seções (uma que descreve os fatores de crédito ESG e a forma de captura e a outra que descreve princípios gerais sobre os fatores).Pontuação total é a soma ponderada dos indicadores normalizados e a agregação é feita em diferentes níveis (critério, dimensão e critério ESG), com uma pontuação para cada critério ao qual seu setor está atribuído.São três classificações (Pontuação Ambiental, Social e de Governança) e uma pontuação agregada ESG.As ponderações usadas dependem do setor e	<ul style="list-style-type: none">Avalia o desempenho dos critérios ESG com base em dados reportados verificáveis no domínio público.Com mais de 450 medidas de ESG, um subconjunto de 186 das mais comparáveis e materiais são usadas para a avaliação.Adota metodologia de pontuação de classificação percentual para calcular as pontuações em dez categorias.Usa uma matriz de magnitude ESG, desenvolvida e é aplicada no nível de cada categoria.Considera três fatores: i) quantas empresas são piores que a atual? ii) quantas empresas têm o mesmo valor? iii) quantas empresas têm um valor?Para calcular as pontuações de categoria ambiental e social, o <i>Refinitiv Business Classification</i> é usado como benchmarking.Para as categorias de governança, o país é usado como referência, pois as práticas de governança são mais consistentes dentro dos países.A pontuação usa classificação percentual para as pontuações das dez categorias (emissões, inovação, ambientais, direitos humanos, acionistas etc.).Como ela se baseia na classificação, as pontuações não estão sujeitas a valores discrepantes.Pontuações medem o desempenho relativo da empresa nos atributos ESG, ou seja, o comprometimento e a eficácia nos fatores ESG.Esses pontos são atribuídos às operações e práticas da empresa para determinar sua eficácia.

do nível de agregação

- Uma única pontuação ESG fornece uma visão geral de uma organização.

Fonte: disponível em <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#>, acessado em 15.05.2022

Tabela 2

Divergências de Pesos

Agência/Fatores	S&P	Refinitiv
<i>Ambiental</i>	13%	14,4%
<i>Social</i>	32%	49,6%
<i>Governança</i>	55%	36%

Fonte: disponível em <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#>, acessado em 15.05.2022

Tabela 3

Divergências de Escopo

Agência/Fatores	S&P	Refinitiv
<i>Ambiental</i>	<ul style="list-style-type: none">• Estratégia Climática• Relatório Ambiental• Eficiência Eco operacional	<ul style="list-style-type: none">• Emissões• Uso de Recursos• Inovação
<i>Social</i>	<ul style="list-style-type: none">• Capital Humano• Atração e retenção de talentos• Inclusão financeira• Práticas trabalhistas• Cidadania e filantropia• Direitos humanos• Saúde e segurança• Relatórios sociais	<ul style="list-style-type: none">• Força de trabalho• Direitos humanos• Comunidade• Responsabilidade do produto
<i>Governança</i>	<ul style="list-style-type: none">• Governança corporativa• Finanças sustentáveis• Códigos de conduta empresariais• Gerenciamento de riscos e crises• Políticas anticrime• Segurança da informação• Materialidade• Influência política• Outros	<ul style="list-style-type: none">• Gerenciamento• Acionistas• Estratégia de CSR (<i>Corporate Social Responsibility</i>)

Fonte: disponível em <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#>, acessado em 15.05.2022

Observa-se nas Tabelas 1, 2 e 3 que as divergências já se iniciam com as metodologias adotadas pelas agências de *rating*. Enquanto a S&P registra que utiliza dados para os quais possui visibilidade e certeza suficientes para incluir na análise de classificação de crédito, a Refinitiv registra que usa dados publicamente disponíveis. Na S&P as empresas são classificadas em setores e é efetuada uma avaliação específica para cada setor, já a Refinitiv usa uma metodologia de classificação percentual para calcular pontuações em dez categorias.

Outro ponto relevante é que as pontuações da Refinitiv medem o desempenho relativo de uma empresa em seus atributos ESG fundamentais, ou seja, o comprometimento e a eficácia nos fatores ESG, enquanto a S&P considera também a influência potencial dos fatores de crédito ESG nas classificações de crédito ao longo do tempo. Adicionalmente, na S&P a pontuação total de uma empresa é a soma ponderada dos indicadores normalizados e a agregação é feita em diferentes níveis (nível de critério, nível de dimensão e nível de critério ESG), com a empresa recebendo uma pontuação para cada critério ao qual seu setor está atribuído, enquanto na Refinitiv a pontuação utiliza uma classificação percentual para as pontuações das categorias (emissões, inovação em produtos, direitos humanos, acionistas etc.).

Também quanto aos pesos atribuídos aos fatores são observadas divergências relevantes entre as agências, sendo as maiores discrepâncias nos fatores social (32% na S&P e 49,6% na Refinitiv) e de governança (55% na S&P e 36% na Refinitiv). No que diz respeito aos critérios utilizados (escopo da avaliação) é possível observar uma divergência maior ainda. Por exemplo, no fator ambiental a S&P utiliza os seguintes critérios: uso de recursos, emissões e inovação, já a Refinitiv usa os critérios: estratégia climática, relatório ambiental e ecoeficiência operacional.

Algumas dúvidas que surgem ao observador atento são: será que quando a S&P destaca uso de recursos e emissões esses critérios são comparáveis com os critérios da Refinitiv sobre estratégia climática, relatório ambiental e ecoeficiência operacional? E o critério inovação usado pela S&P, como ele se relaciona com o fator ambiental ao qual está vinculado? E, por fim, porque esse critério não é avaliado pela Refinitiv no cálculo do fator ambiental?

Nos critérios do fator social, a S&P usa oito critérios diferentes, enquanto a Refinitiv usa apenas quatro. No entanto, numa análise mais criteriosa sobre esses itens, poderia se inferir que o critério força de trabalho usado pela Refinitiv pode estar abordando os critérios de desenvolvimento de capital humano, atração e retenção de talentos, indicadores de práticas trabalhistas e saúde e segurança ocupacional, utilizados pela S&P. Assim também, o critério comunidade usado pela Refinitiv poderia estar englobando os critérios inclusão financeira, filantropia e relatórios sociais, utilizados pela S&P.

Já nos critérios de governança, a diversidade é maior ainda. Enquanto a S&P usa doze critérios a Refinitiv usa apenas três: gestão, acionista e estratégia de RSE (Responsabilidade Social Empresarial). No entanto, assim como nos fatores ambiental e social, também nos aspectos de governança o usuário da informação poderia inferir que vários critérios utilizados pela S&P estariam englobados em alguns dos critérios utilizados pela Refinitiv.

Portanto, verifica-se divergência nas metodologias, pesos e critérios utilizados pelas agências de rating. Desse modo, é possível imaginar que uma empresa poderia ser bem avaliada em um *rating* mas fracassar em outro como destacado no início do estudo, o que de certa forma foi confirmado nos procedimentos aplicados para a avaliação dos quatro maiores bancos brasileiros, conforme demonstrado no item 4.2.

4.2 Impactos nos Bancos Avaliados

Com base na análise dos relatórios dos bancos selecionados para o estudo, disponibilizados pelas agências de *rating*, é possível identificar uma série de avaliações divergentes e até contraditórias em alguns casos, que podem ser explicadas pelas divergências de metodologia, escopo e pesos entre as agências.

Na Tabela 4, observa-se que no fator Ambiental, exceto em relação ao Santander, os bancos tiveram avaliações positivas pelas duas agências de rating, sendo os scores da S&P superiores a 90 e os da Refinitiv superiores a 80. Percebe-se que a tendência de o *score* da Refinitiv ter sido menor do que a S&P no fator ambiental foi influenciado pela variável “inovação”, que para os quatro bancos foi exatamente igual a 79. Já o Santander teve a diferença mais significativa, saindo de 78 pontos na Refinitiv para 49 pontos na S&P.

Tabela 4

*Detalhamento do Rating ESG com base na avaliação da Refinitiv e S&P - Ambiental*

Ambiental	Banco do Brasil		Bradesco		Itaú		Santander	
Refinitiv	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score
Emissões	2,4%	87	2,4%	97	2,4%	89	2,4%	70
Uso de recursos	2,4%	95	2,4%	98	2,4%	96	2,4%	83
Inovação	9,6%	79	9,6%	79	9,6%	79	9,6%	79
Score	14,4%	83	14,4%	86	14,4%	84	14,4%	78
S&P	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score
Estratégia climática	7%	92	7%	96	7%	92	7%	45
Relatório ambiental	3%	80	3%	80	3%	80	3%	46
Ecoeficiência operacional	3%	89	3%	87	3%	89	3%	50
Score	13%	93	13%	95	13%	93	13%	49

Fonte: Informações fornecidas pela Refinitiv e S&P em 22.05.2022.

Já no que se refere ao fator Social, conforme demonstrado na Tabela 5, também houve uma tendência de avaliações mais positivas por parte da S&P. Do mesmo modo, verificou-se uma diferença de avaliação em torno de 10 pontos no *score* da S&P nos casos de Banco do Brasil e Bradesco. No caso do Itaú, o *score* foi exatamente o mesmo. Já no caso do Santander, o *score* foi de 90 na Refinitiv, tendo caído para 40 na análise da S&P.

Tabela 5*Detalhamento do Rating ESG com base na avaliação da Refinitiv e S&P - Social*

Social	Banco do Brasil		Bradesco		Itaú		Santander	
Refinitiv	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score
Força de trabalho	19,2%	93	19,2%	90	19,2%	97	19,2%	96
Direitos humanos	9,6%	90	9,6%	79	9,6%	96	9,6%	96
Comunidade	12,0%	70	12,0%	89	12,0%	97	12,0%	89
Responsabilidade do produto	8,8%	85	8,8%	99	8,8%	74	8,8%	74
Score	49,6%	85	49,6%	89	49,6%	93	49,6%	90
S&P	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score
Desenvolvimento do capital humano	6,0%	96	6,0%	85	6,0%	65	6,0%	39
Atração e retenção de talentos	6,0%	65	6,0%	97	6,0%	95	6,0%	25
Inclusão financeira	4,0%	90	4,0%	91	4,0%	90	4,0%	50
Indicadores de práticas trabalhistas	4,0%	87	4,0%	96	4,0%	72	4,0%	64
Filantropia	3,0%	90	3,0%	95	3,0%	90	3,0%	28
Direitos humanos	3,0%	97	3,0%	98	3,0%	97	3,0%	58
Saúde e segurança ocupacional	3,0%	93	3,0%	98	3,0%	90	3,0%	7
Relatórios sociais	3,0%	82	3,0%	81	3,0%	82	3,0%	14
Score	32,0%	94	32,0%	98	32,0%	93	32,0%	40

Fonte: Informações fornecidas pela Refinitiv e S&P em 22.05.2022.

Também é possível observar uma diferença significativa entre as avaliações das duas agências, com uma tendência de a S&P avaliar as instituições financeiras de forma mais positiva. Essa tendência fica mais nítida no fator Governança, conforme demonstrado na Tabela 6, sendo as divergências de entendimento superiores a 20 pontos no caso do Banco do

Brasil e Bradesco e também significativa no caso do Itaú. Já no caso do Santander, novamente a Refinitiv, avaliou de forma positiva o banco com um *score* próximo ao máximo, já a S&P, por outro lado, avaliou com o *score* de apenas 41 pontos.

No caso do Banco do Brasil, uma das justificativas para o baixo *score* na Refinitiv foi a variável “acionista”. Uma das possíveis explicações poderia ser o fato de o banco ser controlado pelo governo e, portanto, sujeito a interferências políticas, mas essa inferência precisaria ser confirmada por novas pesquisas sobre o tema. Já a variável “gestão” também foi pior avaliada no Banco do Brasil em relação aos demais bancos, para o que não se verifica nenhuma justificativa, sobretudo pelo fato de o Santander ter tido uma avaliação de 99 pontos nesse quesito e de o próprio Banco do Brasil ter um *score* total de 96 pontos no fator governança quando avaliado pela S&P.

Tabela 6

Detalhamento do Rating ESG com base na avaliação da Refinitiv e S&P - Governança

Governança	Banco do Brasil		Bradesco		Itaú		Santander	
	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score	Peso	Score
Refinitiv								
Gestão	24,0%	56	24,0%	83	24,0%	97	24,0%	99
Acionista	7,2%	36	7,2%	31	7,2%	21	7,2%	97
Estratégia CSR	4,8%	99	4,8%	99	4,8%	79	4,8%	79
Score	<u>36,0%</u>	<u>58</u>	<u>36,0%</u>	<u>75</u>	<u>36,0%</u>	<u>80</u>	<u>36,0%</u>	<u>96</u>
S&P								
Governança corporativa	10,0%	64	10,0%	67	10,0%	82	10,0%	67
Finanças sustentáveis	9,0%	96	9,0%	96	9,0%	80	9,0%	41
Códigos de conduta empresarial	8,0%	86	8,0%	87	8,0%	87	8,0%	46
Gerenciamento de riscos e crises	6,0%	93	6,0%	93	6,0%	85	6,0%	26
Política anticrime	4,0%	92	4,0%	94	4,0%	92	4,0%	79
Segurança da informação	3,0%	96	3,0%	87	3,0%	91	3,0%	17
Materialidade	3,0%	95	3,0%	91	3,0%	94	3,0%	43
Influência da política	3,0%	94	3,0%	93	3,0%	90	3,0%	9
Estratégia fiscal	3,0%	89	3,0%	93	3,0%	71	3,0%	10
Relacionamento com o cliente	2,0%	67	2,0%	90	2,0%	N/D	2,0%	70
Estabilidade financeira e risco sistêmico	2,0%	83	2,0%	83	2,0%	83	2,0%	79
Proteção da privacidade	2,0%	95	2,0%	95	2,0%	33	2,0%	20
Score	<u>55,0%</u>	<u>96</u>	<u>55,0%</u>	<u>96</u>	<u>55,0%</u>	<u>92</u>	<u>55,0%</u>	<u>41</u>

Fonte: Informações fornecidas pela Refinitiv e S&P em 22.05.2022.

Por fim, em uma visão consolidada observa-se que as divergências de metodologia, escopo e pesos podem ter influenciado nos *scores* diferentes para os bancos avaliados. Na Tabela 7 é possível identificar os *ratings* elaborados pelas empresas Refinitiv e S&P e o detalhamento das notas nos fatores Ambiental, Social e de Governança para os bancos.

A partir da análise dos próprios ratings, que talvez sejam os valores mais visualizados pelos usuários da informação, é possível observar que os *scores* são maiores na S&P para os bancos Itaú, Bradesco e Banco do Brasil e menores no caso do Santander, gerando a primeira dúvida

sobre se o Santander realmente se encontra atrás dos demais bancos em termos de ESG ou se os analistas, no caso do Santander, deveriam considerar o *rating* da Refinitiv, agência na qual ele tem o melhor score em todos os fatores.

Outro ponto a ser observado é o caso do Banco do Brasil, que possui um *rating* bem abaixo dos demais bancos na avaliação da Refinitiv, enquanto nas avaliações da S&P ele é o segundo melhor entre os bancos. Será que com base nessa avaliação, o Banco do Brasil deveria alterar sua estratégia de ESG como demonstrado pela Refinitiv ou fortalecer ainda mais a estratégia atual com base na avaliação da S&P.

Também chama atenção os *scores* do fator Governança avaliado pela Refinitiv, no qual os três maiores bancos (Itaú, Banco do Brasil e Bradesco) ficam com pontuações até 80 pontos, enquanto na S&P essa pontuação se aproxima de 100. Será que essa diferença poderia estar relacionada à diferença de pesos atribuídos pelas duas agências (36% na Refinitiv e 55% na S&P), ou indo um pouco mais além, se for esse o caso como se explicaria o fato de o Santander ter uma pontuação de 96 na Refinitiv e de 41 na S&P.

Tabela 7

Rating ESG com base na avaliação da Refinitiv e S&P

Instituição Financeira	Banco do Brasil		Bradesco		Itaú		Santander	
	Refinitiv	S&P	Refinitiv	S&P	Refinitiv	S&P	Refinitiv	S&P
<i>Agência</i>								
<i>Rating</i>	75	96	84	97	87	94	91	42
<i>Ambiental</i>	83	93	86	95	84	93	78	49
<i>Social</i>	85	94	89	98	93	93	90	40
<i>Governança</i>	58	96	75	96	80	92	96	41

Fonte: Informações fornecidas pela Refinitiv e S&P em 22.05.2022.

5. Conclusões e Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi demonstrar as principais divergências entre as métricas ESG utilizadas pelas agências de rating e avaliar se o fato de cada rating possuir a sua própria metodologia, além de pesos e critérios diferentes atribuídos a cada fator (Ambiental, Social e Governança) poderia ser uma possível explicação para essas divergências.

De início, foi realizada uma revisão da literatura sobre o tema e uma discussão teórica com base na Teoria dos Stakeholders. Um dos principais pontos destacados é que em contraponto ao pensamento clássico, que teve como principal expoente o economista Milton Friedman, a Teoria dos Stakeholders tem por premissa que o papel da empresa não se limita a gerar lucros aos acionistas.

Assim, com base nessa teoria, as organizações, além de gerar valor ao acionista, visam também gerar valor para a sociedade de modo a assegurar sua legitimidade. Assim, a Teoria dos Stakeholders se configura como uma das formas de se entender o fenômeno ESG, já que as organizações passam a buscar, além do resultado econômico e financeiro, também melhores resultados nos fatores Ambiental, Social e de Governança.

Por meio da revisão de literatura, verificou-se que a conclusão dos estudos vai no sentido de que ainda existe muita margem de evolução nas métricas ESG, principalmente quanto à

necessidade de maior consistência, transparência e padronização de indicadores para avaliação das empresas, de modo a propiciar melhores parâmetros de comparação entre os usuários das informações e informações de melhor qualidade.

Conforme a literatura analisada, as diferenças entre os *ratings* ESG decorrem principalmente da forma de medição (metodologia), escopo avaliado (critérios) e pesos utilizados na avaliação, que podem trazer diversas consequências para as empresas, tais como: maior risco para empresas com maior nível de divergência; dificuldade de incorporação de notícias ESG relevantes no preço das ações; além do fato de que quanto maior o nível de divulgação desses *ratings* maior pode ser o nível de divergência entre as análises.

Assim, partindo dessa visão teórica, foram analisados os *ratings* ESG utilizados por duas das principais agências classificação no mundo (Refinitiv e S&P), utilizando o estudo de caso dos quatro maiores bancos brasileiros (Banco Itáú Unibanco, Banco do Brasil, Banco Bradesco e Banco Santander). Em geral, verificou-se que os bancos foram bem avaliados, com uma tendência de avaliação mais positiva por parte da S&P em relação à Refinitiv, no entanto foram observadas divergências significativas nos *scores* atribuídos.

Além das diferenças nas metodologias, observou-se divergências nos pesos utilizados nos fatores Ambiental (13% na S&P e 14,4% na Refinitiv), Social (32% na S&P e 49,6% na Refinitiv) e Governança (55% na S&P e 36% na Refinitiv), além de divergências nos critérios utilizados para a medição (escopo). Essas divergências geraram *ratings* diferentes para uma mesma empresa, que são divulgados aos tomadores de decisão e ao público em geral, trazendo prejuízo a uma boa avaliação quanto à contribuição das empresas nos fatores ESG.

Do mesmo modo, como apontado na revisão de literatura, a falta de transparência também foi um problema verificado, já que em muitas situações não ficou claro o motivo de uma determinada avaliação ser muito baixa ou ser muito alta, ou ainda ser negativa em uma agência e muito positiva em outra. Assim, tendo em vista o fato de as métricas ESG serem cada vez mais utilizadas por investidores, credores e tomadores de decisão, essas divergências podem desacreditar o processo evolutivo que ocorreu sobre o tema nos últimos anos.

Nesse contexto, o presente estudo buscou colaborar com a evidenciação de que as divergências na atribuição de *ratings* ESG podem impactar fortemente os resultados dos indicadores, dificultando a comparabilidade e o dimensionamento real das ações realizadas pelas empresas. Os resultados corroboram os trabalhos anteriores no sentido de que há diferenças relevantes entre as classificações utilizadas pelas agências de *rating* e que essas diferenças decorrem de abordagens metodológicas, que incluem escopo, peso e critérios de medição diferentes.

Como limitações da pesquisa, temos o fato de termos abordado apenas o setor financeiro e apenas os quatro maiores bancos brasileiros e, portanto, os resultados podem ser diferentes se utilizadas instituições de menor parte ou sediadas em outros países. Também não foi verificado na presente pesquisa, o efeito das novas regulações surgidas nos últimos anos por força de uma maior atuação dos reguladores em resposta aos novos questionamentos da sociedade. Outro ponto não abordado e que poderia ser uma interessante complementação para o tema seria a avaliação dos efeitos da divulgação dos indicadores ESG nos resultados das empresas.

Assim, sugere-se a necessidade de realização de novos estudos compreendendo as diferenças de classificação entre as empresas brasileiras, nas diferentes métricas ESG adotadas pelas agências de *rating*, de modo a se compreender o efetivo estágio dessas companhias em relação aos princípios ESG. Além de estudos para comparar as empresas brasileiras com pares da mesma indústria em outros mercados.

Adicionalmente, poderiam ser realizados estudos para avaliar o efeito das novas regulamentações que criam regras de divulgação de resultados ESG e de implementação de políticas, estratégias e ações de governança. Nesse sentido, novos estudos abordando a atuação desse arcabouço legal como contribuinte para a diminuição das divergências entre as métricas ESG e da evolução dos parâmetros de divulgação de informações pelas empresas brasileiras também poderia contribuir com o campo de estudos.

Por fim, pode ser interessante, também, analisar a relação entre a classificação pelas agências de *rating* com base em critérios ESG e seu impacto no resultado das empresas, por meio de tomada de crédito e investimentos com custos mais baixos, vis a vi os custos gerados pela implementação das diretrizes e estratégias ESG.

Referências

ALAKENT, E.; OZER, M. Can companies buy legitimacy? Using corporate political strategies to offset negative corporate social responsibility records. *Journal of Strategy and Management*, v. 7, n. 4, 2014.

ALEXANDRINO, T. C. Análise da relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3. 2020.

ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. 11^a. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BANCO DO BRASIL, Perfil Corporativo. 2010. <https://www.bb.com.br>.

BANCO DO BRASIL. Compromisso Sustentável. 2021. <https://www.bb.com.br>.

BANCO ITAÚ. Avaliação ESG. 2022. <https://www.italu.com.br/sustentabilidade/show>.

BANNERJEE, S. B. Managerial Perceptions of Corporate Environmentalism: Interpretations from Industry and Strategic Implications for Organizations'. *Journal of Management Studies*, v. 38, p. 489-513, 2001.

BASTOS, D. D. ET AL. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE*, v. 16, 2009.

BERG, F.; KOELBEL, J. F.; RIGOBON, R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. Cambridge, MA, USA: MIT Sloan School of Management, 2019.

BEUREN, I. M. Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática. 3ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BORBA, J. A. ET AL.: Teoria da Contabilidade: Análise da disciplina nos Programas de Mestrado Brasileiros. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 6, n. 2, 2011.

BRIGHI, P.; VENTURELLI, V. How do income diversification, firm size and capital ratio affect performance? Evidence for bank holding companies. *Applied Financial Economics*, v. 24, n. 21, p. 1375-1392, 2014.

BROCKET, A. & REZAEI, Z. *Corporate sustainability: Integrating performance and reporting*. NJ. USA: John Wiley and Sons Hoboken, 2012.

BUGG-LEVINE, A., EMERSON, J. Impact investing transforming how we make money while making a difference. *Innov.* 6 (3), 9 e18, 2011.

CHATTERJI, A. K. ET AL. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, v. 37, n. 8, 2016.

CHRISTENSEN, D. M.; SERAFEIM, G.; SIKOCHI, A. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, v. 97, n. 1, p. 147-175, 2022.

DAMODARAN, A.; CORNELL, B. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? SSRN. p. 1-29. 2020.

DEDONATTO, O. & BEUREN, Ilse Maria. Análise dos impactos para a contabilidade no processo de implantação da governança corporativa em uma empresa. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, ISSN 1984-6266. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 2, n.3. 2010.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

ESCRIG-OLMEDO, E. ET AL. Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, v. 11, n. 3, p. 915, 2019.

ESCRIG-OLMEDO, E.; MUÑOZ-TORRES, M. J.; FERNANDEZ-IZQUIERDO, M. A. Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *International journal of sustainable economy*, v. 2, n. 4, 2010.

FREEMAN, R. E. *Strategic Management: a stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press, 1984.

FREEMAN, R. E. & MCVEA J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. Darden Business School Working Paper, (01-02).

FRIEDMAN, M. A Friedman doctrine - The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times*. 1970.

GALBREATH, J. ESG em foco: A evidência australiana. *J. Ônibus. Ética*. 2013, 118.

GÓES, H. A. A., REIS, G. G. & ABIB, G. Quando a teoria dos stakeholders encontra a teoria da justificação: uma proposta de interseção. *Cad. EBAPE.BR*, v. 19, nº 4, Rio de Janeiro, 2021.

GRUPO REPORT. Os caminhos do Relatório ESG: Um panorama sobre os frameworks e standards mais utilizados. 2021.

INTERNACIONAL FINANCE CORPORATION. Who Cares Wins - Connecting Financial Markets to a Changing World. jun/2004. <https://www.ifc.org>.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. Fundamentos de metodologia científica. 8ed. São Paulo: Atlas, 2019.

MEYER, J. W.; SCOTT, W. R. Centralization and the legitimacy problems of local government. In: MEYER, J. W.; SCOTT, W. R. (Ed.). *Organizational environments: ritual and rationality*. Beverly Hills, CA: Sage, p. 199-215. 1983.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

OLMEDO-ESCRIG ET AL. Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, *Sustainability*, 11, 915, 2019

PACTO GLOBAL & BANCO MUNDIAL. Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World. 2004.

PHILLIPS, R. Stakeholder Legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, [S.l.], v. 13, n. 1, 2003.

RIBEIRO, H. C. M. Teoria dos Stakeholders: um estudo bibliométrico de sua produção acadêmica divulgada nos periódicos nacionais de 1999 a 2013. *CONTEXTUS Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. Vol 14 – Nº 1. 2016.

ROBERTS, R. W.; MAHONEY, L. Stakeholder Conceptions of the corporation: their meaning and influence in accounting research. *Business Ethics Quarterly*. v. 14, n. 3, 2004.

SANTANA, A. Three Elements of Stakeholder Legitimacy. *Journal of Business Ethics*, [S.l.], v. 105, n. 2, 2012.

SERAPEIM, G.; YOON, A. Stock price reactions to esg news: The role of esg ratings and disagreement. *Forthcoming, Review of Accounting Studies*, 2021.

SONPAR, K.; PAZZAGLIA, F.; KORNIJENKO; J. The paradox and constraints of legitimacy. *Journal of Business Ethics*. v. 95, p. 1-21, 2010.

SUCHMAN, M. C. Managing Legitimacy: strategic and institutional approaches. *The Academy of Management Review*. v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.



TEIXEIRA NETO, J. M. F. (2019). Uma revisão da Teoria dos Stakeholders e principais pontos de controvérsias. *Revista Brasileira de Administração Científica*, v.10, n.2, p.1-16.

WIDYAWATI, L. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, v. 29, n. 2, 2020.

Recebido: 09/06/2022

Aceito: 25/06/2022