



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

**Environmental, Social, and Governance (ESG): investment analysis in agribusiness from the perspective of investment funds**

Ritchelle Procknow<sup>1</sup>  
Claudio Antonio Pinheiro Machado Filho<sup>2</sup>  
Sabrina Della Santa Navarrete<sup>3</sup>

**Resumo**

O agronegócio está profundamente relacionado ao ESG (Environmental, Social and Governance). Tanto a agricultura quanto a pecuária dependem de recursos naturais para o processo de produção. Além disso, é um setor intensivo em mão-de-obra e que tem o desafio de realizar um processo sucessório sólido para garantir a perenidade do negócio. A partir do exposto, foi realizada uma pesquisa qualitativa e exploratória que busca compreender de que forma as gestoras estão gerindo recursos do agronegócio e inserindo em suas análises as bases de princípios ESG na decisão de investimento. Foi desenvolvido um estudo de casos múltiplos com três gestoras. Os achados foram: (1) há um grande poder de crescimento do agronegócio em diferentes formas de financiamento por intermédio do mercado de capitais; (2) o ESG será uma valiosa ferramenta de melhorias no setor; (3) é necessário o desenvolvimento de um framework ESG destinado ao setor do agronegócio; e (4) o desafio do agronegócio está em comunicar ao mundo que é possível produzir (e que produzimos) de forma sustentável.

**Palavras-chave:** Agronegócio; Environmental, Social and Governance; Investimento Responsável

**Cite as:** (APA) Procknow, R.; Machado Filho, C. A. P.; Navarrete. S. D. S. (2024). Environmental, Social and Governance (ESG): análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos.

*Revista Competitividade e Sustentabilidade. 11 (1), 85-108*

**Abstract**

Agribusiness is deeply related to ESG (Environmental, Social and Governance). Both agriculture and livestock farming rely on natural resources for the production process. Furthermore, it is a labor-intensive sector that faces the challenge of establishing a solid succession process to ensure the business's longevity. Based on the above, qualitative and exploratory research was conducted to understand how asset managers are managing agribusiness resources and integrating ESG principles into their investment decisions. A multiple case study was developed with three asset managers. The findings were: (1) there is significant potential for agribusiness growth through various forms of financing via the capital market; (2) ESG will be a valuable tool for improvements in the sector; (3) there is a need for the development of an ESG framework specially tailored to the agribusiness sector; and (4) the challenge of agribusiness lies in communicating to the world that it is possible to produce (and that we are producing) sustainably.

**Keywords:** Agribusiness; Environmental, Social and Governance; Responsible Investment

<sup>1</sup>Universidade de São Paulo - FEA-USP. Brasil. E-mail: procknowritchelle@gmail.com

<sup>2</sup>Universidade de São Paulo - FEA-USP. Brasil. E-mail: capfilho@usp.br

<sup>3</sup>Universidade de São Paulo - FEA-USP. Brasil. E-mail: sabrina.navarrete@usp.br

## 1. Introdução

Nas últimas cinco décadas o Brasil se tornou um dos mais importantes produtores e exportadores mundiais de alimentos, sendo um dos responsáveis pelo suprimento alimentar de aproximadamente 1,5 bilhão de pessoas no mundo, o que torna o agronegócio um dos setores que abrangem uma significativa parcela social e econômica no mundo. Entre os segmentos que compõem o agronegócio no Brasil (insumos, agropecuária, agroindústria e serviços), a indústria respondeu por cerca de 30% do PIB total gerado pelo setor em 2019, do qual 5,1% corresponderam à indústria de insumos e 22,6% à de alimentos (Cepea, Esalq, 2019). Isso mostra que a indústria desempenha um papel estratégico na economia ao se propagar por meio das conexões de produção, investimento, tecnologia e geração de renda, reforçando ainda mais a participação do Brasil nas exportações mundiais de diversos produtos do agronegócio.

No entanto, a produção agrícola pode causar impactos significativos no meio ambiente, como por exemplo, a emissões de gases de efeito estufa que contribuem para as mudanças climáticas (Kaleem Ullah; Shabir, 2023), a perda de biodiversidade (Jeswani; Azapagic, 2023; Treyer, 2020) e ainda o esgotamento dos recursos hídricos (Ali; Bulqader; Baker, 2024; Kaleem Ullah; Shabir, 2023). Além dos impactos ambientais, o agronegócio também enfrenta desafios sociais, uma vez que a produção de alimentos, por demandar um grande volume de mão-de-obra no campo, pode influenciar diretamente no bem-estar social e na qualidade de vida dos trabalhadores e das comunidades locais (D'andrea; D'ulizia, 2023) ao gerar relações trabalhistas sem garantias de trabalho digno, como a exposição excessiva dos trabalhadores a agrotóxicos ou ainda não oferecendo local adequado para suas refeições (Pessoa; Rigotto, 2012). Neste sentido, o sistema agrícola tem se empenhado em desenvolver maneiras sustentáveis de produção que permitam que ele continue sendo um motor de desenvolvimento econômico e social (Food and Agriculture Organization, 2018; United Nations, 2019)

Diante desse processo de expansão financeira, crescimento e responsabilidade do setor agrícola brasileiro na agenda mundial de demanda por seus derivados, o mercado de capitais se configura como um importante instrumento de financiamento privado por meio da gestão de fundos de investimentos, buscando desenvolver produtos nas áreas que tenham lacunas no desenvolvimento agrícola. Atualmente deu-se um passo importante relacionado à legislação, pois em 2021 foi sancionada a Lei nº 14.130, que institui os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) no mercado de capitais brasileiro (Presidência da República, 2021), proporcionando assim, por intermédio de gestoras, a proximidade dos investidores em geral com os produtos, bem como maior conhecimento das atividades

envolvendo um dos setores de maior relevância no mercado brasileiro.

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

Deste modo, as iniciativas de investimento responsável que estão sendo adotadas e implementadas pelas bolsas de valores, e seguidas pelos fundos de investimentos brasileiros, estão atuando em prol do fomento do setor, proporcionando alternativas de financiamento a partir do desenvolvimento de produtos com foco exclusivo no agronegócio, e promovendo a agricultura sustentável com base em uma análise de investimento em práticas ESG, alinhadas às metas internacionais dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU. Com base nesta afirmação, a questão de pesquisa deste estudo é: como os fundos de investimentos, sob análise de investimentos responsáveis que considera os princípios *Environmental, Social and Governance* (ESG), estão inserindo o agronegócio em seus portfólios de investimentos?

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

Neste sentido, buscou-se identificar os condicionantes que levaram as gestoras a iniciar a incorporação de análises ESG para seleção das empresas investidas; compreender a estratégia de alocação do fundo no agronegócio; apresentar a visão dos fundos gestores quanto à contribuição do mercado financeiro para o desenvolvimento de um mercado mais sustentável e responsável e ainda uma visão de como o agronegócio vem se adequando aos princípios ESG e aos desafios do setor.

Para isso, foi realizada uma pesquisa qualitativa associada ao método de estudo de casos múltiplos que analisou três gestoras: duas com alocação em um mesmo segmento, porém em fases de implementação diferentes, e a outra com posição em uma parcela de ações do setor. As principais conclusões foram: (1) há um grande poder de crescimento do agronegócio em diferentes formas de financiamento por intermédio do mercado de capitais; (2) o ESG será uma valiosa ferramenta de melhorias em lacunas presentes no setor; (3) é necessário o desenvolvimento de um framework ESG destinado ao setor do agronegócio, enfatizando questões de prioridade na agenda sustentável do setor; e (4) o desafio do agronegócio está em comunicar ao mundo que é possível produzir (e que produzimos) de forma sustentável.

Como contribuição acadêmica, ao fornecer uma análise das estratégias adotadas pelos fundos de investimento que consideram os pilares ESG no agronegócio, o estudo contribui para a compreensão da interação entre fundos de investimento, agronegócio e práticas socioambientais no contexto da agenda ESG. Como contribuição gerencial a pesquisa fornece insights para os gestores de fundos de investimentos e empresas do agronegócio interessadas em adotar práticas de sustentabilidade, ao mesmo tempo que auxilia os gestores a avaliar riscos e oportunidades associados a investimentos em empresas do setor agrícola.

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1 Governança corporativa e o problema de agência

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

Os estudos iniciais abordando a relação entre estrutura de propriedade e conflitos de interesse na alta gestão das empresas têm seu marco no trabalho intitulado *The Modern Corporation and Private Property* de Berle e Means (1932). Com o objetivo de analisar o desenvolvimento das grandes empresas modernas, baseadas em ações comercializadas em mercado aberto na economia americana, Berle e Means (1932) estudaram a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e descreveram como os conflitos de interesse decorrentes de estruturas de propriedade pulverizadas poderiam influenciar o desempenho e o

valor das companhias.

Anterior a Berle e Means, Adam Smith, em sua obra de 1976 intitulada *In the Wealth of Nations*, ressalta um aspecto no controle das companhias: a natureza humana. Smith afirmava que dos gestores de empresas com propriedade pulverizada que administram mais o dinheiro de outras pessoas do que o seu próprio não se espera que eles zelem com a mesma vigilância que os próprios donos do capital (Marks, 1999).

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

Os autores definem essa relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (Principal) empregam uma outra (Agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao Agente. Sendo assim, se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, existem razões para acreditar que o Agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do Principal, pois o indivíduo está sujeito às limitações inerentes à natureza humana.

De forma a evitar que haja possíveis problemas de agência e assimetria de informações, o Principal fica sujeito a custos de agência para gerar o alinhamento de interesses dos Agentes aos seus, monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles (Jensen & Meckling, 1976; Saito & Silveira, 2008).

É nesse contexto que a governança corporativa se faz presente, sendo um sistema por meio do qual se exerce controle nas corporações mediante um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam harmonizar a relação entre acionistas e executivos reduzindo o problema de agência relacionado à separação entre propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976; Saito & Silveira, 2008; Nassiff & Souza, 2013).

## 2.2 Teoria dos stakeholders

A Teoria dos Stakeholders teve seu conceito básico desenvolvido por Freeman (1984), na obra *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, na qual reconhece formalmente a importância dos constituintes corporativos para além dos acionistas (Sarturi, Seravalli & Boaventura, 2015). Segundo Freeman (1984), uma das características de uma empresa é seu

relacionamento com muitos grupos e indivíduos, os denominados stakeholders. Nessa relação, cada um tem o poder de afetar o desempenho da empresa e/ou participar de alguma forma do desempenho dela. Em muitos casos, ambas as condições se aplicam (Jones, 1995).

Conforme a teoria, o objetivo da empresa é ser um veículo para coordenar os interesses dos stakeholders. A teoria dos stakeholders não parte necessariamente do pressuposto de que os acionistas são o único foco legítimo de controle corporativo e governança (Donaldson & Preston, 1995). Muitos críticos da teoria entendem e interpretam esse equilíbrio de interesses de todos stakeholders como um tratamento igualitário. Porém, segundo a teoria, nem sempre esse equilíbrio irá significar igualdade, ponto no qual a teoria recebe suas críticas (Phillips, Freeman, Wicks, 2003).

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

O agronegócio, caracterizado pela produção de alimentos, fibras e bioenergia (Zylbersztajn, 2017), impacta diretamente diversos Stakeholders, como consumidores, trabalhadores, comunidades locais e organizações não-governamentais envolvidas em temas socioambientais (Corrêa et al., 2024). Logo, seguindo essa perspectiva, as organizações buscam criar valor não apenas para atender aos interesses dos acionistas, mas também atender os interesses dos seus Stakeholders (Bazanini; Vilanova & Ryngelblum, 2022).

Porém, se por um lado as organizações do agronegócio são um motor para o desenvolvimento econômico, a geração de empregos e a promoção de inovação tecnológica, por outro lado, a demanda crescente da sociedade por práticas socioambientais e de governança corporativa tem se mostrado um desafio, principalmente para as empresas líderes de cadeias globais de valor do agronegócio que devem garantir a conformidade por toda a sua cadeia produtiva (Fornazier & Dabdab Waquil, 2012).

Este desafio torna fundamental o diálogo com os Stakeholders, como aplicado pelo setor sucroenergético brasileiro, que utiliza abordagens de diálogo como ferramenta estratégica para identificar as necessidades de melhorias no setor diante das mudanças institucionais, possibilitando a integração entre os elos da cadeia, no sentido de amenizar conflitos de interesse

e promover um desenvolvimento local sustentável (Santos et al., 2022)

### 2.3 Investimento socialmente responsável

A partir do relatório *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, lançado pela ONU em 2004, que destaca o papel do setor financeiro como articulador e facilitador de práticas ambientais, sociais e de governança, os Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI) evoluíram para uma metodologia mais ampla, com práticas associadas aos investimentos ambientais, sociais e de governança, ou *Environmental, Social and Governance* (ESG) (The Global Compact, 2000). Assumindo esses princípios, as organizações também assumem a responsabilidade de contribuir para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), propostos pela Agenda 2030 da ONU (Pacto Global, 2019).

A filosofia anteriormente utilizada por meio de uma triagem excludente e com certo julgamento de valor, que modelava as decisões de investimento, estimula atualmente, por meio das práticas ESG, a mudança em todo o ecossistema financeiro, reduzindo riscos, impulsionado a busca por melhor valor financeiro consciente e sustentável no longo prazo, integrando e atendendo às expectativas de seus stakeholders e gerando maior alinhamento com valores e propósitos (The Global Compact, 2000; Organization for Economic Cooperation and Development, 2020).

Sob uma visão tradicional, a maximização da riqueza dos acionistas é o objetivo final de uma empresa. No entanto, ao observar o entorno de sua cadeia de valor, a partir da perspectiva das partes interessadas, existem muitas outras partes que também estão envolvidas no contexto de negócio de uma empresa, como funcionários, fornecedores, clientes, comunidade, bancos e agentes reguladores, dentre outros stakeholders (Li, Gong, Zhang & Koh, 2018).

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

A ação conjunta das empresas, organizações internacionais e reguladores financeiros para formar uma base sólida em busca de práticas éticas, melhorando o comportamento e o desempenho corporativo, está sendo executada por iniciativas como a de uma Bolsa de Valores Sustentável (Sustainable Stock Exchanges – SSE), explorando a forma como as bolsas de valores, em colaboração com investidores, reguladores e empresas, podem aumentar a transparência corporativa em ESG (Li, Gong, Zhang & Koh, 2018).

Dentre as bolsas parceiras da SSE (Sustainable Stock Exchanges) está a BM&FBOVESPA (atual B3), que faz parte desse grupo desde 2012, assumindo um compromisso público com a sustentabilidade em seu mercado (Principles for Responsible Investment, 2015).

## 2.4 Pilares ESG e filtros de investimento

Os investimentos que incorporam fatores ESG buscam alcançar um sistema financeiro global mais sustentável que consideram uma ampla gama de questões quanto a cada pilar – ambiental, social e de governança (Figura 1). Além de uma análise diferente para cada setor, conferindo pesos diferentes para cada um dos pilares (ANBIMA, 2020).

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

<b>E (Environmental)</b> Pilar: Ambiental	Envolve os fatores ambientais. Nesse pilar, a partir da análise de investimentos, deve-se dar prioridade às questões ambientais que mais impactam o setor analisado. No caso do agronegócio este pilar, primordial para análise, abrange o uso de recursos naturais, emissão de carbono, eficiência energética, poluição, tecnologia limpa, mudanças climáticas, cuidado do solo, água e produção responsável, entre outros.
<b>S (Social)</b> Pilar: Social	Envolve fatores sociais e de direitos humanos. Esse pilar conta com grande responsabilidade no agronegócio perante a sociedade. Suas metas se deparam com o suprimento alimentar, a agricultura sustentável, a fome zero, saúde e bem-estar, as políticas e relações de trabalho, as políticas de inclusão e diversidade, o treinamento e a qualificação da força de trabalho, a diversidade, a privacidade e segurança de dados, a segurança e responsabilidade de produtos, entre outros.
<b>G (Governance)</b> Pilar: Governança	Abrange a responsabilidade administrativa e transparente dos negócios. Pilar de fundamental importância para a gestão eficiente e sustentável. Engloba as práticas de implementação de conselho de administração, remuneração, sucessões, rastreabilidade, ética, transparência, estratégias de responsabilidade corporativa, gestão e independência do conselho, entre outros fatores que impactam a saúde administrativa e os conflitos dos negócios.

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Organização das Nações Unidas (2015).

A partir dessa avaliação inicial baseada nos pilares ESG, há uma metodologia complementar que pode ser utilizada na estratégia de análise para a tomada de decisões dos ativos a serem ou não investidos conforme Figura 2.

**Figura 2:** Metodologia de análise para tomada de decisão

<i>Negative screening</i>	consiste em um filtro que exclui investimentos em setores, empresas ou projetos que não se alinham aos princípios éticos de ESG
<i>Engagement investment companies</i>	ativismo acionário; corresponde ao relacionamento ativo da gestora para com as empresas investidas, auxiliando no processo de desenvolvimento e cobrança quanto à implementação ou melhorias nas práticas de ESG das empresas investidas
<i>Best-in-class</i>	abordagem de investimento que seleciona empresas que são líderes na implementação de ESG, ou seja, são selecionados critérios ESG para a avaliação de um determinado ativo e então são definidos os melhores de cada setor para alocar os investimentos
<i>Impact investing</i>	estratégia direcionada para a resolução de problemas sociais ou ambientais, tentando mensurar os impactos do investimento na sociedade e no meio ambiente
<i>Integração ESG</i>	de forma a antever possíveis impactos da empresa, essa estratégia consiste em integrar os fatores ambientais, sociais e de governança na análise financeira da empresa ou de seus projetos, mitigando riscos

Fonte: Organization for economic co-operation and development (2020)

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

### 3. Procedimentos metodológicos

A abordagem caracteriza-se por ser qualitativa exploratória associada ao método de pesquisa de múltiplos casos. Pelo fato de serem produtos ainda recentes no mercado de capitais, a abordagem qualitativa associada ao método de estudo de caso permite investigar um fenômeno contemporâneo dentro do contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente delimitados (Yin, 2001).

No caso deste estudo, os produtos e as questões ESG no agronegócio ainda estão sendo definidas pelo mercado, e há um caminho a ser percorrido para seu delineamento mais completo. Reforçando a utilização do estudo de caso nesta pesquisa, Yin (2001) ressalta que uma das características desse tipo de estudo é o uso de “como” ou “por que” na questão de pesquisa, que se adequam melhor aos estudos de caso.

Os casos foram delimitados em três gestoras brasileiras, uma com ações em seu portfólio e as demais com investimento focado no financiamento de terras agrícolas, ou seja, fundo imobiliário de arrendamento de terras. O protocolo para coleta de dados tem um roteiro de perguntas pré-definido, mas não se restringiu apenas a elas, de maneira que o entrevistado, de forma aberta, teve a liberdade de expor pontos e experiências de relevância, como também sua opinião em alguns momentos.

A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas on-line e análise de documentos disponíveis no website de cada gestora, uma vez que, por se tratar de empresas que têm produtos listados na bolsa de valores, muitos documentos devem ser disponibilizados e atualizados.

As entrevistas foram pré-estruturadas, orientadas por roteiro para a obtenção de dados referentes a uma abordagem específica e, em vista de este ser um estudo de múltiplos casos, houve uma entrevista-teste antes da aplicação das demais, conforme recomenda Yin (2010). Foram realizadas cinco entrevistas por chamadas de vídeo, por intermédio da plataforma Zoom, todas gravadas e transcritas, com exceção de um entrevistado que não permitiu a gravação. Por fim, após o processo de análise os casos foram descritos. A técnica de análise de conteúdo utilizada seguiu as fases definidas por Bardin (2011). Os entrevistados foram:

- **FAMA INVESTIMENTOS:** entrevista com um dos gestores fundadores, formado em administração de empresas, responsável pela gestão do fundo de ações com foco em ESG. Também foi possível entrevistar um analista de ações com formação em engenharia administrativa, com mestrado em ciências em sustentabilidade corporativa e gestão ambiental.
- **RIZA ASSET:** entrevista com o gestor responsável pelo núcleo de agronegócios da gestora, formado em engenharia de produção, com larga experiência na cadeia do agronegócio, cuja atuação abrange empresas, setor bancário, no qual era responsável pela originação de ativos de crédito e derivativos para os grandes players do mercado sucroalcooleiro, revendas agrícolas e produtores rurais em todo o território nacional.
- **SANTA FÉ INVESTIMENTOS:** entrevista com um dos estrategistas da gestora, responsável pelas equipes de *research*, pesquisa macro, modelagem e estratégias de portfólio. Formado em engenharia mecânica, tem especialização em derivativos, risco e *valuation* de empresas. A segunda pessoa entrevistada na gestora tem grande experiência no quesito sustentabilidade e ESG, é a CSO (*Chief Sustainability Officer*) da Santa Fé Investimentos, formada em medicina veterinária, com pós-graduação em ciências ambientais com foco em economia institucional e desenvolvimento da fronteira agrícola na Amazônia.

## 4. Resultados

### 4.1 Análise ESG na seleção de investimentos

Ao analisar quais foram os condicionantes que levaram as gestoras a iniciarem a incorporação de análises ESG para seleção das empresas investidas, de forma geral, as três gestoras pesquisadas têm em suas políticas de investimentos critérios de análise iniciais baseados nos princípios de investimentos responsáveis, considerando o escopo dos princípios ESG na seleção dos investimentos.

Desde sua fundação, a FAMA Investimentos e a Santa Fé Investimentos, gestoras de maior tempo no mercado, contam com uma filosofia de investimentos baseada na responsabilidade ética. Para ambas, o investidor, a partir do momento em que investe em uma companhia, torna-se sócio dela. Logo, os princípios de ambas as partes devem estar alinhados. Dessa forma, os princípios éticos e de responsabilidade das gestoras para com sociedade também devem estar presentes nas empresas investidas.

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

Para a Santa Fé Investimentos, o condicionante de integração dos princípios ESG nas análises de investimentos consiste em ir além de uma análise de investimento apenas sobre o potencial de crescimento das empresas e a qualidade de seus negócios, alcançando uma análise mais profunda, particular de cada setor, de forma a considerar o comprometimento das empresas com a sociedade, os recursos naturais, as relações éticas e a gestão de valor para os cotistas.

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

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

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

GESTORAS	ABORDAGEM DE ANÁLISE ESG	ESTRATÉGIA DE ANÁLISE ESG
FAMA	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Realiza-se um <i>framework</i> ESG para entender as companhias e os contextos nos quais estão inseridas. Busca entender o processo e o que constitui a realidade de cada negócio, partindo da premissa de que uma empresa não é isolada do contexto em que está inserida, mapeando profundamente o negócio, os riscos e oportunidades.
SANTA FÉ	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Política inclusiva de ESG: análise inicial da trajetória da empresa e de suas melhorias incrementais. Ou seja, trabalham com as empresas que precisam realizar melhorias nos pilares ESG, de forma a não olhar apenas a foto em um determinado momento da empresa, e sim auxiliá-la de forma ativa para sua melhoria nas práticas ESG. Obtenção de informações ligadas às práticas ESG por meio da coleta de informações mediante questionário e notícias. Após a análise inicial, são avaliados os pilares mais relevantes para cada setor da empresa, e solicitadas melhorias em pilares que necessitem ser melhor trabalhados.
RIZA	Inicialmente qualitativa e posteriormente quantitativa.	Análise do negócio a ser investido. Busca entender as necessidades de cada empresa, muitas vezes prestando consultoria para gerar melhorias em certos pontos a serem trabalhados no negócio. Contam com uma análise fundamentalista, rigorosa diligência jurídica, análise de crédito dos agentes e participação ativa na estruturação das operações de crédito, quando cabível.

Fonte: Elaborado pelos autores

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

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

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

Fonte: Elaborado pelos autores

Diante desta análise, os gestores de recursos assumem um dever fiduciário perante a gestão dos recursos de terceiros quanto à obtenção de rentabilidade por meio de um controle de riscos, gerindo a alocação de recursos de maneira a manter alinhados os interesses dos investidores. Atualmente, os investimentos segundo análises de princípios ESG estão sendo adotados de forma a obter o controle dos riscos dos negócios e o crescimento no longo prazo, além de buscarem a ação efetiva das empresas quanto a sua responsabilidade em adotar os valores humanos e ambientais, também importantes em seu contexto de negócios, e não só no fornecimento de bens e serviços (Committee for Economic Development, 1971; Carroll, 1999), compreendendo e gerando sinergia em seus círculos de impacto social: interno, intermediário e externo. Afinal, organizações são como sistemas abertos que interagem com os diversos ambientes nos quais se inserem e nos quais se relaciona com diversos stakeholders, importantes agentes fomentadores do crescimento e desenvolvimento das organizações.

Após a realização do segundo filtro na triagem dos investimentos os fundos passam a acompanhar as ações realizadas pelas empresas investidas garantindo a conformidade entre discurso e prática, conforme demonstrado no Quadro 3.

**Quadro 3:** Ferramentas de acompanhamento das práticas ESG

GESTORAS	FERRAMENTAS DE ACOMPANHAMENTO DAS PRÁTICAS ESG
FAMA INVESTIMENTOS	Adota uma abordagem de Stewardship que conta com a supervisão ativa das empresas investidas. O processo se apoia em 3 pilares: a ciência, as finanças sustentáveis e Stewardship (INFOMONEY, 2023)
SANTA FÉ INVESTIMENTOS	Revisão de política de investimento periódica (semestral). A Santa Fé monitora o desempenho ESG das empresas investidas de forma constante, atualizando as análises e a partir de fatos positivos ou controversos que surjam contra as empresas. (SANTA FÉ INVESTIMENTOS, 2021)
RIZA INVESTIMENTOS	Possui uma política de avaliação profunda e de acompanhamento constante que monitora o impacto ambiental e social das empresas investidas com objetivo de mitigar riscos e averiguar o cumprimento das metas declaradas pelas empresas (GRUPO RIZA, 2023)

Fonte: Elaborado pelos autores

## 4.2 Agronegócio e ESG: estratégia de alocação no agronegócio

Com rígida e crítica análise ESG na alocação do setor, a FAMA Investimentos tem em seu portfólio alocação unicamente em ações, tendo o setor do agronegócio na posição de papel e celulose. Conforme exposto anteriormente na descrição da gestora, sua alocação no setor se deu após rigorosa análise das atitudes da empresa investida, por meio da elaboração de um framework ESG para entender a companhia, mapeando profundamente o contexto de negócio, seus riscos e oportunidades.

Com base nessa análise inicial, os principais e mais críticos pilares ESG impactados pela empresa estão concentrados no “E” (environmental) e no “S” (social), nos quais seu posicionamento ocorre de forma ativa, a ponto de terem um código florestal próprio como base de práticas quanto à preservação do ativo mais impactado pelo negócio da empresa, o meio ambiente. Conseqüentemente, ao afetar o meio ambiente, também afeta a sociedade. Logo, a empresa também investe em soluções e tecnologias que capturam carbono do ambiente, com uma representativa área de preservação ambiental e preservação do ecossistema. Dessa forma, a empresa conta com uma conjunção de fatores positivos, com rentabilidade e histórico de retornos entregues por longos anos que não seguem o padrão de commodities, ou seja, a empresa mantém uma estabilidade de longo prazo se comparada às demais empresas inseridas no negócio de commodities, com práticas de ESG integradas em todo seu processo de produção.

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

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

Conforme ressaltado, o fundo ainda se encontra em desenvolvimento final para lançamento, logo, algumas informações permanecem restritas. Contudo, perante alguns condicionantes de escolha com base na análise ESG desse processo, o pilar “E” (environmental) e o “G” (governance) são os pontos iniciais de escolha e filtro das áreas. A legalidade das áreas e dos produtores parceiros do fundo são fatores de suma importância no investimento, os quais serão submetidos e monitorados conforme critérios envolvendo as questões ESG e indicadores elaborados pela equipe de análise da gestora a partir do momento em que o fundo realizar sua primeira emissão no mercado.

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

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

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

em que haja desmatamento.

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

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

Com relação ao impacto ambiental da atividade, um dos critérios que também é relevante na seleção das áreas adquiridas é o uso de tecnologias que proporcionem maiores ganhos de produtividade preservando o ambiente. Além disso, com o auxílio de prestadores de serviço e parceiros, as áreas são monitoradas ativamente quanto à preservação ambiental e ao uso de solo, bem como em relação ao monitoramento de crédito dos arrendatários. As diferentes estratégias de alocação de cada gestora no agronegócio estão apresentadas no Quadro 4.

**Quadro 4:** Posição de alocação no agronegócio das gestoras pesquisadas.

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

Fonte: Elaborado pelos autores

### 4.3 Mercado financeiro como fomentador de práticas sustentáveis

Conforme os estudos de Berle e Means (1932), as companhias sofreram grandes mudanças em seu processo de crescimento e desenvolvimento. O passo fundamental ocorreu quando da separação de controle das empresas, como um processo de “desintegração de um átomo”, deixando as bases antigas e aderindo a um modelo de gestão em que o proprietário passa a não se envolver na administração e na tomada de decisões de “suas” empresas (Berle & Means, 1932). Apesar de positiva, essa mudança também trouxe consigo o fato de a propriedade pulverizada, quanto aos custos potenciais, fortalecer o poder dos gestores de forma a aumentar sua margem de ação em prol de seus próprios interesses, e não do interesse dos acionistas (Berle & Means, 1932; 1984).

É uma premissa razoável e potencialmente positiva para o fomento da atividade econômica que os indivíduos ajam de forma a maximizar sua utilidade pessoal ao longo da vida, buscando potencializar uma função ou utilidade voltada para suas próprias preferências e seus próprios objetivos (Jensen & Meckling, 1994; Pinheiro, Carrieri & Joaquim, 2013). No entanto, o problema surge quando a maximização de utilidade pessoal leva a decisões que geram prejuízos a terceiros. Nesse contexto, e diante do histórico da evolução das organizações e do mundo dos negócios, a pressão dos investidores institucionais e as implementações de regulamentações impostas pelo mercado e órgãos internacionais foram importantes iniciativas para criar um sistema por meio do qual um conjunto de mecanismos de incentivo e controle harmonizem a relação entre acionistas e executivos em vista da redução do problema de agência em relação à separação entre propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976; Saito & Silveira, 2008; Nassiff & Souza, 2013).

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

Conforme exposto em seu relatório de investimentos responsáveis, a FAMA Investimentos sempre se colocou em posição de ceticismo em relação ao novo mercado implementado pela bolsa de valores brasileira. Para a gestora, bons princípios de governança devem fluir de dentro da companhia para fora, e não o contrário. Observa também que, nos últimos 15 anos, grande parte dos escândalos ocorridos entre as empresas de capital aberto se deram em empresas que pertenciam ao novo mercado, evidenciando que, para muitas, a

listagem no novo mercado ocorreu em prol da obtenção de um selo para agradar investidores, e não em vista de uma evolução dos princípios que regiam as companhias e suas culturas.

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

Para as gestoras RIZA e Santa Fé Investimentos, o mercado financeiro é um importante impulsionador das práticas, mas não unicamente o principal contribuinte. É relevante a posição ativa dos investidores institucionais nesse processo de fiscalização, cobrança e auxílio na construção de melhorias em questões importantes para as empresas.

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

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

#### **4.4 A visão dos fundos quanto à adequação do agronegócio aos princípios ESG**

O agronegócio vem apresentando uma evolução quanto à sustentabilidade. No entanto, sob um olhar mais crítico em relação às práticas em torno do agronegócio e sua adequação perante a temática ESG, para a FAMA investimentos, no tocante ao ESG e ao agronegócio, ainda há grandes desafios. Nesse setor em específico, o ESG ainda é tratado de forma um tanto quanto superficial. Os tópicos abordados atualmente são de considerável importância, como emissões de carbono e desmatamento, dentre outros, porém ainda faltam critérios próprios ligados ao ESG exclusivamente em relação ao agronegócio.

É importante inserir na pauta questões como violência no campo, trabalho infantil, uso de agrotóxicos, perda de biodiversidade, expansão de terras a partir de desmatamento, direitos trabalhistas, acidentes de trabalho e transgênicos, dentre outros assuntos que ainda não estão na pauta do investidor ESG.

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

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

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

Na mesma linha de exposição, a RIZA investimentos também ressalta esses pontos. Composta por uma equipe que tem a experiência de longos anos no setor e vivência com produtores rurais, o ESG é visto como um instrumento positivo no mercado como um todo, mas em especial nas práticas das empresas do agronegócio, ressaltando as lacunas que devem ser melhoradas em toda sua cadeia. Por fim, um objetivo em comum observado nas entrevistas com as gestoras Santa Fé Investimentos e RIZA Investimentos é a inclusão do agronegócio no mercado de capitais de forma a gerar seu fomento, como também comunicar à sociedade que o agronegócio não é o “vilão” ou o “antiESG”. Nas entrevistas, um fator mútuo levantado como desafio do agronegócio é a comunicação, ou seja, mostrar ao mundo que o agronegócio produz de forma correta e sustentável.

## 5 Considerações Finais

Este trabalho teve como principal objetivo analisar como os fundos de investimento estão inserindo o agronegócio em seu portfólio de investimentos em relação aos princípios

*Environmental, Social and Governance (ESG)*. Observou-se que os fundos de investimentos no Brasil estão buscando novas formas de inserção do setor no mercado financeiro, para além da alocação exclusivamente em ações, investindo no recurso mais essencial da atividade agrícola: a terra. Longe de ser um simples investimento, o ativo e todo o entorno ambiental que envolve a atividade agrícola são também os temas centrais dos debates internacionais de sustentabilidade, quando muitas vezes se considera o agronegócio um agente “anti-sustentabilidade”.

Nos casos apresentados, em duas gestoras foi observada uma convergência perante a busca de especialização de suas equipes na gestão dos produtos envolvendo o setor, como também a iniciativa ativa de fomento do agronegócio no mercado de capitais brasileiro, seguindo princípios sustentáveis de investimento com uma metodologia baseada nos princípios ESG. Diante da experiência dos profissionais no setor, ambas as gestoras identificaram lacunas importantes de serem trabalhadas quanto a novas formas de financiamento do setor agrícola.

Quanto as ferramentas para acompanhar e monitorar as empresas investidas, as três gestoras apresentam preocupações em identificar se as ações das empresas estão alinhadas com seus discursos sobre sustentabilidade e ESG, sendo que uma delas revisa sua política de investimento semestralmente. Essas ações fazem parte da preocupação dos fundos em captar e identificar inconsistências que possam surgir, evitando assim, que as empresas promovam uma imagem de empresa alinhada com a agenda ESG quando na realidade não existe uma implementação genuína de suas estratégias de sustentabilidade.

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

Como apontado por um dos entrevistados, é necessária uma agenda ESG para o agronegócio. Sem o cuidado com o meio ambiente, a própria produção agrícola não se mantém sustentável, além de serem gerados impactos irreversíveis não somente para as gerações futuras, mas também para a atual. Ainda há muito a melhorar no escopo sustentável do agronegócio.

Pautas de importância que precisam ser inseridas nas metodologias ESG do setor estão sendo desenvolvidas e inseridas pelos fundos de investimento em suas análises.

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

O ESG, se aderido de forma correta e efetiva, é uma importante ferramenta na redução de riscos e de desenvolvimento sustentável. Seus pilares abordam importantes questões que impactam a eficiência da gestão e a sobrevivência dos negócios no longo prazo. No agronegócio brasileiro o ESG é de vital importância para a eficiência produtiva e sustentabilidade de todos os elos da cadeia produtiva, se mostrando uma ferramenta valiosa para comunicar e demonstrar ao mundo como o agronegócio produz de forma sustentável.

Como limitações da pesquisa devido ao fato da inserção de análises ESG serem, de certa forma, novas no mercado, e os produtos estarem em fase inicial, houve limitação quanto ao maior aprofundamento das análises. Aponta-se ainda que em um dos fundos o processo de implementação do produto estava em desenvolvimento, o que impossibilitou a abertura de algumas informações. Por se tratar de fundos com estratégias de análise particulares, houve uma limitação quanto a métricas de análise e metodologias mais detalhadas das ponderações dos pilares ESG. Por terem produtos abertos ao mercado, algumas informações restringiam-se às divulgadas nos documentos oficiais nos websites das gestoras.

Por ser a temática ainda recente na análise de investimentos, novas pesquisas poderão ser desenvolvidas acrescentando a apresentação de métricas quantitativas adotadas na análise das alocações após um período razoável de estabilidade dos fundos focados no arrendamento de terras. Sugere-se ainda o desenvolvimento de um framework ESG destinado à análise de investimentos no agronegócio, ressaltando os principais desafios de análise do setor. Espera-se que esse trabalho tenha contribuído para mostrar como o agronegócio está sendo abordado pelo mercado financeiro. Em sua abordagem teórica, a pesquisa buscou auxiliar os estudos relacionados ao agronegócio e os princípios ESG na análise de investimentos.

Como contribuição acadêmica, ao fornecer uma análise das estratégias adotadas pelos fundos de investimento que consideram os pilares ESG no agronegócio, o estudo contribui para

a compreensão da interação entre fundos de investimento, agronegócio e práticas socioambientais no contexto da agenda ESG sob as lentes da teoria da agência e da teoria dos stakeholders. Como contribuição gerencial a pesquisa fornece insights para os gestores de fundos de investimentos e para as empresas do agronegócio interessadas em adotar práticas de sustentabilidade, ao mesmo tempo que auxilia os gestores e investidores em geral a avaliar riscos e oportunidades associados a investimentos em empresas do setor agrícola.

## Referências

- Ali, E. H.; Bulqader, M. A.; Baker, Y. T. (2024). Measuring The Impact of Water Scarcity on Agricultural Economic Development in Iraq. *Stallion Journal for Multidisciplinary Associated Research Studies*, v. 3, n. 3, p. 1–16, 2 jun. 2024
- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2020). Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN\\_2062\\_ClassificacaoFII\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf)>. Acesso em: 16 de julho de 2020.
- Bardin, L. Análise de conteúdo. Persona, Edições 70, 2011.
- Bazanini, R.; Vilanova, M. E. M.; Ryngeblum, A. L. (2022). Stakeholders Capitalism: Perspectivas e tendências da Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) no Agronegócio do Brasil. XI Encontro de Estudos Organizacionais da ANPAD - EnEO 2022. Anais...2022
- Berle, A. A.; Means, G. C. (1932). *The modern Corporation and Private Property*. Nova York: Macmillan.
- Berle, A. A.; Means, G. C. (1984). *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Abril Cultural. Coleção Os Economistas.
- Carroll, A. (1999). *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*. *Business & Society*, vol 38, no. 3. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Boaventura, J. M. G.; Cardoso, F. R.; Silva, E. S.; Silva, R. S. (2009). *Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras*. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 11 n.32. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v11i32.378>
- CEPEA (2020). Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada Departamento de Economia, Administração e Sociologia; ESALQ – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz. *PIB do agronegócio Brasil*. Disponível em: <[http://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/Cepea\\_PIB\\_CNA\\_2019.pdf](http://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/Cepea_PIB_CNA_2019.pdf)>. Acesso em: 01 maio 2020.
- Committee for Economic Development. (1971). *Social Responsibilities of Business Corporations*. Disponível em: <<https://www.ced.org/reports/social-responsibilities-of-business-corporations>>. Acesso em: 21 de agosto de 2020.
- Corrêa, N. S. R. et al. (2024). O diálogo entre stakeholders voltado para a análise dos objetivos de desenvolvimento sustentável. *Cuadernos de Educación y Desarrollo*, v. 16, n. 5, p. e4234, 20 maio 2024.
- D’Andrea, A.; D’Ulizia, A. (2023). The societal impacts of the SOCIAL4FOOD project. *Societal Impacts*, v. 1, n. 1–2, p. 100019, dez. 2023.
- Donaldson, T.; Preston, L. E. (1995). *The stakeholders theory of the corporation: concepts, evidence and implications*. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, p. 65-91.

Procknow, R.; Machado Filho, C. A. P.; Navarrete. S. D. S. (2024). Environmental, Social and Governance (ESG): análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos.

- FAO - Food and Agriculture Organization of the United Nations (2018). *The future of food and agriculture: alternative pathways to 2050*. Rome. Disponível em: <<http://www.fao.org/global-perspectives-studies/food-agriculture-projections-to-2050/en>>. Acesso em: 01 maio de 2020.
- Fornazier, A.; Dabdab Waquil, P. (2012). A importância das organizações de interesse privado no agronegócio: o caso da cadeia produtiva da maçã no Brasil. *Organizações Rurais & Agroindustriais*, v. 14, n. 1, p. 46–59.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Grupo Riza. (2023). Política de Gestão de Riscos. Disponível em: <https://docs.rizaasset.com/compliance/grupo-riza/politica-gestao-risco.pdf> Acesso em: 05 de setembro de 2023
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo, SP: IBGC, 5ª ed.
- Infomoney. Fama quer se tornar casa de investimentos responsáveis em diferentes classes de ativos além das ações, 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fama-quer-se-tornar-casa-de-investimentos-responsaveis-em-diferentes-classes-de-ativos-alem-das-acoes/>. Acesso em 05 de setembro de 2023
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, vol. 3 n. 4. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1984)., William H. *The Nature of Man*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, n.2, pp. 4-19
- Jeswani, H. K.; Azapagic, A. (2023). Environmental Sustainability Issues in Food Systems. In: *Sustainable Food Science - A Comprehensive Approach*. [s.l.] Elsevier. p. 187–193.
- Jones, T. M. (1995). *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*. *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 2, pp. 404–437. <https://doi.org/10.2307/258852>
- Kaleem Ullah, M.; Shabir, S. (2023). The Significant Effects of Agricultural Systems on The Environment. *Journal of World Science*, v. 2, n. 6, p. 798–805.
- Li, Y.; Gong, M.; Zhang, X.; Koh, L. (2018). *The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power*. *The British Accounting Review*, v. 50, ed. 1, p.: 60-75.
- Marcondes, A. W.; Bacarji, C. D. (2010). ISE–Sustentabilidade no mercado de capitais. Report.
- Marks, S. G. (1999). *The Separation of Ownership and Control*.
- Monk, R.; Minow, N. (1995). *Corporate Governance*. *The Journal of Finance*. vol. 51, n. 2. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2329384>>. Acesso em: 13 de novembro de 2020.
- Nassiff, E.; Souza, C. L. (2013). *Conflitos de Agência e Governança Corporativa*. Caderno de Administração – Revista do Departamento de Administração FEA, vol.7, n.1.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *ESG. (2020). Investing: Practices Progress and Challenges*. Disponível em: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>.
- Organização das Nações Unidas - ONU. (2015). *Transformando nosso Mundo: a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável*. Disponível em: <[http://www.itamaraty.gov.br/images/ed\\_desenvsust/Agenda2030-completo-site.pdf](http://www.itamaraty.gov.br/images/ed_desenvsust/Agenda2030-completo-site.pdf)>. Acesso em: 15 de julho de 2020.
- Pacto Global. Rede Brasil do Pacto Global. 2019. Disponível em: <[https://www.pactoglobal.org.br/assets/docs/cartilha\\_pacto\\_global.pdf](https://www.pactoglobal.org.br/assets/docs/cartilha_pacto_global.pdf)>. Acesso em: 25 de fevereiro de 2021.

Procknow, R.; Machado Filho, C. A. P.; Navarrete. S. D. S. (2024). Environmental, Social and Governance (ESG): análise de investimentos no agronegócio sob a perspectiva de fundos de investimentos.

- Pessoa, V. M.; Rigotto, R. M. (2012). Agronegócio: geração de desigualdades sociais, impactos no modo de vida e novas necessidades de saúde nos trabalhadores rurais. *Revista Brasileira de Saúde Ocupacional*, v. 37, n. 125, p. 65–77.
- Pinheiro, A. S.; Carrieri, A. P.; Joaquim, N. F. (2013). *Esquadrinhando a governança corporativa: o comportamento dos personagens sob o ponto de vista dos discursos dos autores acadêmico*. *Revista contabilidade finanças*. vol. 24 n. 63 São Paulo
- Phillips, R.; Freeman, R.; Wicks, A. (2003). *What Stakeholder Theory is Not*. *Business Ethics Quarterly*. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>
- Presidência da República. (2021). Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/L14130.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14130.htm)>. Acesso em: 14 de julho de 2021.
- Principles for Responsible Investment – PRI. (2015). *The Sustainable Stock Exchanges (SSE) initiative*.
- Principles for Responsible Investment – PRI. (2019). *Princípios para o Investimento Responsável (PRI)*. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 13 de setembro de 2020.
- Rossetti, J. P.; Andrade, A. (2012). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Ed. 6. São Paulo: Atlas.
- Saito, R.; Silveira, A. M. (2008). *Governança Corporativa: Custos De Agência E Estrutura De Propriedade*. *Rev. adm. empres.* vol. 48, no. 2 São Paulo.
- Santa fé Investimentos, S. F. (2021). Relatório de Política de Investimento Responsável da Santa Fé Investimentos. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://santafe.com.br/wp-content/uploads/2021/06/Santa-Fé-Política-de-Investimento-ESG-V202106.pdf>>. Acesso em 05 de setembro de 2023.
- Santos, P. S. et al. (2022). Dialogues among stakeholders of sugar-energy sector: an analysis of the institutional environment with sights to the social and environment factors. *Ciência e Natura*, v. 44, p. e35.
- Sarturi, G.; Seravalli, C.; Boaventura, J. M. G. (2015). *Afinal, o que é Distribuir Valor para os Stakeholders? Uma Análise Bibliográfica Sobre o Tema*. *Revista de Administração da UFMS*, v. 8, n. ed. especial, p. 92-113
- Stellner, C.; Klein, C.; Zwergel, C. B. (2015). *Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: the moderating role of country sustainability*. *Journal of Banking & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.032>
- The Global Compact. (2000) *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*.
- Treyer, S. (2020). Radical transformation in global supply chains: can new business models be based on biodiversity in the agrifood industry? In: *Standing up for a Sustainable World*. [s.l.] Edward Elgar Publishing
- United Nations. (2019). *How certain are the United Nations global population projections?* Department of Economic and Social Affairs, n. 2019/6. Disponível em: <[https://www.un.org/en/development/desa/population/publications/pdf/popfacts/PopFacts\\_2019-6.pdf](https://www.un.org/en/development/desa/population/publications/pdf/popfacts/PopFacts_2019-6.pdf)>. Acesso em: 19 de junho de 2022.
- Zylbersztajn, D. (2017). Agribusiness systems analysis: origin, evolution and research perspectives. *Revista de Administração*, v. 52, n. 1, p. 114–117.
- Yin, R. K. (2001). *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2.ed.