

“ANDO DEVAGAR PORQUE JÁ TIVE PRESSA”¹

Em um típico *Shtetl* judaico no início do século passado, o rabino da aldeia concentrava o papel de árbitro em todas as disputas locais. Desde as brigas de famílias até as disputas comerciais, os litígios acabavam na pequena sala do líder religioso. Durante semanas, uma complexa discussão sobre a localização de uma cerca dividindo duas propriedades, criou uma celeuma e agitação por todo o povoado. Como era de se esperar, acabou sobrando para o rabino decidir.

Quando o primeiro vizinho chegou para a conversa decisiva, a esposa do rabino não se aguentou e correu para colocar o ouvido na porta, curiosa para saber a decisão do marido. Após uma longa e complexa explanação do reclamante, o rabino vaticinou - “Você tem razão”. Depois de algumas horas, o oponente entrou na mesma sala. A esposa novamente se colocou próxima da porta, e com certa incredulidade, depois de extensa colocação com argumentos absolutamente contrários à versão do seu adversário, ouviu o visitante receber a mesma resposta - “Você tem razão”. No primeiro momento que ficou sozinha com seu marido, a esposa com o dedo em riste foi cobrar uma explicação sobre a resposta uniforme para posicionamentos diametralmente opostos. Depois de alguns minutos escutando, o rabino foi certo ao olhar nos olhos de sua companheira, calmamente e sem pestanejar declarar - “Você tem razão”.

Em determinados momentos, somos impelidos a formar opiniões estruturadas sobre temas complexos. O tema ESG tem sido colocado em discussão, mostrando a maturidade de uma sociedade que tem recursos para avanços civilizatórios. Se na Idade Média, os mais velhos eram abandonados por suas famílias, sem capacidade ou recursos para garantir a subsistência de um membro não produtivo, a sociedade moderna permite-se o luxo de refletir e atuar sobre temas dispendiosos no curto prazo, almejando um benefício de longo prazo.

Cabe a nós fugir da armadilha de cair em estado eufórico, e não repetir a geração que acreditou livrar o mundo das guerras com flores e solos de guitarra. Devemos respeitar a dificuldade intrínseca de um tema com dimensões infinitas. Questões como estas merecem ser estudadas como ciência complexa, entendendo sua dinâmica permanentemente fora do equilíbrio. Adotar narrativas encadeadas, embora cognitivamente confortáveis, parece ser um mecanismo ingênuo para tratar de temas insuficientemente refletidos e discutidos dentro de uma escala histórica.

Investir com visão de longo prazo exige um certo DNA de sobrevivência. “Quero saber onde vou morrer, para nunca ir lá” nos ensinou Woody Allen com seu humor autodepreciativo. A insegurança como escudo. O radar deve estar sempre ligado às mudanças no espírito dos tempos que afetam o desempenho das empresas, seja através de impactos concretos, como multas, sanções ou aumento de tributação em setores específicos, ou de efeitos subjetivos que reflexivamente ampliam a capacidade de atrair talentos e resolver problemas. O ESG não deixa de ser um empacotamento de fatores de risco específicos com um branding bem feito. Nesse sentido, os fatores medidos por metodologias de integração ESG² são relevantes somente à medida que explicitam eventuais não conformidades entre a atuação das empresas e as expectativas da sociedade como um todo. Porém, dado que isso

¹ Almir Sater

² O PRI, *Principles for Responsible Investing*, define como “inclusão sistemática e explícita de fatores ESG materiais na análise e nas decisões de investimento”

sempre foi relevante do ponto de vista de avaliação da perenidade dos negócios, não deveria se configurar como novidade a uma filosofia de investimentos genuinamente focada no longo prazo.

A distância temporal pode enfraquecer mensagens quando avaliadas à luz de uma sociedade com costumes e posicionamento diferentes. Milton Friedman, em seu celebrado artigo de 1970 no *New York Times*³, argumenta que corporações têm como responsabilidade aumentar o lucro gerado para seus acionistas e insiste que qualquer ação no sentido contrário seria “pregar puro e autêntico socialismo”. Os críticos tendem a se regozijar excessivamente ao se depararem com esta aparente falha, de forma que ou cessam a leitura do referido artigo a partir deste ponto ou autossabotam sua própria compreensão das frases seguintes. Friedman deixa claro ao longo de seu artigo que *“a responsabilidade [do executivo] é de conduzir os negócios (...) para ganhar tanto dinheiro quanto possível, em conformidade com as regras básicas da sociedade, tanto aquelas incorporadas por lei quanto aquelas incorporadas em costumes éticos”*. O que mudou desde então não foi o objetivo das corporações, e sim, a trajetória a ser percorrida: saiu de cena o medo do socialismo em um contexto de guerra fria para dar lugar ao etos atual do desenvolvimento sustentável.

Nesse sentido, Larry Fink, CEO da gestora Blackrock, em sua carta aos CEOs de 2019⁴ amplia o conceito acima ao afirmar, *“Propósito não é apenas a busca de lucros, mas a força inspiradora para alcançá-los”*. Visão que, embora tenha sido muitas vezes lida como oposta à de Friedman, parece-nos ser conceitualmente convergente. Friedman nos dá ainda outra pista que corrobora com o ponto de Fink ao argumentar que apenas indivíduos seriam dotados de uma “responsabilidade social” e que poderiam exercê-la de diversas formas, entre elas “se recusando a trabalhar para empresas específicas”. Ou seja, uma empresa que deseja atrair talentos para perseguir seu objetivo de gerar lucros, deve necessariamente estar atenta com o contexto no qual está inserida.

Em uma indústria que persegue narrativas para alcançar o pote de ouro - vide *Pipes*, *Dividendos*, *Small Caps*, *Compounders*, *Tecnologia*, *Metaverso* - o ESG, a despeito de sua enorme importância, periga cair em uma caixa temática sem a reflexão adequada. Cada agente com seus incentivos, contanto que não gerem ruídos que comprometam a discussão central. Demonizando, por exemplo, importantes ativos de transição energética, arrisca-se perder uma oportunidade histórica e, em um mundo abastado, desperdiçar o impacto de observar a questão sob ótica racional ao invés de mercadológica e oblíqua.

Ao resgatar conceitos de construção de consenso da criptografia, devemos nos proteger de um olhar excessivo sobre a demonstração de trabalho (*“proof of work”*) orientada a relatórios, questionários e checklists, onde se comprova apenas a capacidade de preencher relatórios, questionários e checklists. Funciona em temas unidimensionais que não precisam de uma avaliação holística. Sendo assim, o alinhamento formal (*“proof of stake”*) é uma opção capaz de atingir resultados superiores. O capitalismo de longo prazo gera riqueza com o envolvimento e comprometimento de todos os participantes da cadeia e substitui o jogo de *“check-lists”*. O fogo foi domesticado pelo *Homo Erectus* para aperfeiçoar sua condição de vida, não para impressionar um primata ao lado. Assim avança a humanidade.

“WHEN A MEASURE BECOMES A TARGET, IT CEASES TO BE A GOOD MEASURE”⁵

O comediante Jerry Seinfeld, ao ser questionado em entrevista para David Remnick, editor da revista *New Yorker*, sobre os limites do humor em um programa com milhões de espectadores em TV aberta, foi categórico

³ <https://nyti.ms/3tvTNAU>

⁴ <https://bit.ly/3ujvo0B>

⁵ Lei de Goodhart, formulada pelo economista britânico Charles Goodhart

em afirmar que o limite é a risada: se o público acha graça em uma piada, ela pode ser contada. Se uma piada ofende o público, ela não pode ser contada, mas não por ser ofensiva, e sim, por não cumprir seu objetivo de fazer rir. O papel do bom comediante é capturar e traduzir o *zeitgeist* através de piadas que divirtam seu público. De forma análoga, o papel do gestor de recursos continua sendo gerar retorno ajustado ao risco em prazos longos para seus clientes. As mudanças nos padrões éticos da sociedade devem ser incorporadas à gestão, mas não por harmonizarem com eventuais preferências pessoais de clientes ou do próprio gestor, e sim, pelo impacto nas empresas investidas.

Naturalmente, gestoras não são instituições operando no vácuo. São organizações de pessoas e pessoas são dotadas de convicções morais e opiniões particulares sobre quais práticas deveriam ser perseguidas ou evitadas pela sociedade. No entanto, ao se atribuir à gestão de recursos uma responsabilidade social que seja desacoplada da busca de retorno, uma questão se faz evidente: qual moral deve o gestor perseguir? Ou melhor, existe um conceito absoluto de moralidade? Explicita o conflito entre uma ética normativa, que regula o que é certo ou errado, e uma ética descritiva, que apenas interpreta o que uma sociedade entende como um comportamento ético em dado momento no tempo. O rei está nu. Surge o célebre e consagrado conflito entre o mundo como ele é, e o mundo como ele deve ser. Nesse sentido, não nos parece ser desejável que um gestor tome decisões sob a influência de qualquer noção individual de moralidade em detrimento do retorno do fundo, sem que isso tenha sido explicitamente pactuado com seus clientes.

A via de menor resistência seria se apoiar em prestadores de serviços especializados dentro do segmento ESG, buscando terceirizar a própria moralidade. A partir de relatórios e rankings, carimba-se o passaporte rumo ao pretense caminho da adequação a uma sociedade mais justa. A dificuldade em relação ao tema é verificada a partir da discrepância de notas entre as instituições. A Sustainalytics dá ao Facebook a nota mínima no quesito ambiental, a MSCI nota máxima. Quem está certo? Existe certo? Os investidores que compraram *bonds* de *mortgages subprime* pré-2008 confiando nos ratings das agências de avaliação de risco ainda devem estar lambendo suas cicatrizes. Se temas quantificáveis como avaliações financeiras foram negligenciados historicamente, há de se supor que temas multidimensionais como ESG devem ser alvos em movimento permanente para estas instituições. Quando se trata de temas complexos, existe uma natural convergência para a busca de um refúgio. O conforto das pretensas respostas substitui o cansativo trabalho de reflexão. Ao ser aceito pelos *stakeholders* como solução, a linha de chegada está construída, e o empobrecimento das discussões move-se organicamente.

Excluindo a complicação natural sobre o tema, como se não fosse o suficiente, não podemos esquecer que as certificadoras são empresas com objetivos financeiros, e portanto, sujeitas ao clássico desalinhamento de negócios incentivados à maximização de resultados no curto prazo. Um levantamento da Bloomberg⁶ mostra como o relevante para a metodologia ESG do MSCI, por exemplo, não parece ser o quanto uma empresa impacta o mundo, e sim, o quanto o mundo pode impactar uma empresa. Dessa forma, as companhias com alto índice de emissões de CO2 e sem risco de regulação com efeito na lucratividade podem ter carbono com peso zero na composição da nota final. No fim das contas, o que importa é o retorno. O problema, nesse caso, é que essas notas alimentam índices que são vendidos para o público em geral como virtuosos, supostos “*better investments for a better world*”. Em uma indústria rápida e sedenta por *assets*, torna-se um jogo de retroalimentação. Lépidas percepções e conclusões são construídas e expressadas em produtos consumidos

⁶ <https://bloom.bg/3DaHAVt>

por um público ávido por expiar suas culpas e, automaticamente, construir seu próprio caminho rumo a uma vida teoricamente mais significativa.

Sob esse viés, o jogo da matriz de materialidade vira o cerne da questão para operar o sistema. Os grandes bancos no Brasil, que aproveitaram a baixa competição privada, e a presença de estatais ineficientes para explorar por décadas o consumidor com tarifas excessivas, aprenderam a jogar com o regulamento embaixo do braço e nunca deixaram de figurar no topo dos rankings. Mesmo com um custo social gigantesco. Quem conseguiu virar o jogo não foi a pressão da comunidade ESG, mas a competição dos bancos digitais e o brilhante trabalho do Banco Central com o PIX.

Além disso, outro problema se apresenta ao passo que diante de uma miríade de variáveis a serem medidas, naturalmente nos deparamos com algumas mais fáceis de calcular e outras mais difíceis, o que precipita uma tentação de se descartar aquilo que não é mensurável. Mais grave ainda podem ser as consequências de segunda ordem que se originam a partir da definição de métricas específicas a serem otimizadas pelos agentes em oposição a uma reflexão profunda sobre objetivos concretos: *“The more any quantitative social indicator is used for social decision-making, the more subject it will be to corruption pressures and the more apt it will be to distort and corrupt the social processes it is intended to monitor.”*⁷

A ansiedade de resolver o problema de uma forma rápida cria uma linha de montagem fordista. Agarra-se aos atributos e confunde-se correlação com causalidade. A história do voo tripulado⁸ ilustra bem essa diferença. Na Idade Média, aspirantes a aviadores observavam a anatomia e características dos animais dotados da capacidade de voar. Não faltavam aviadores fantasiados de pássaros fabricando asas revestidas de penas. E com coragem demasiada, pulavam de catedrais amarrados a estes experimentos, sem o sucesso esperado. Ao longo de séculos, gerações de aviadores acreditavam que o problema estava no design das asas, na falta de músculos suficientes para batê-las de maneira eficiente ou na qualidade das penas utilizadas. Armado apenas com observações correlativas, o campo da aviação estava fadado a acabar pela extinção dos estudiosos. No entanto, a revolução veio quando Bernoulli, através de seus estudos relacionados à dinâmica dos fluidos, identificou o aerofólio, um objeto que ao atravessar o ar gerava um fenômeno chamado de sustentação aerodinâmica. A compreensão desse mecanismo causal, embora fundamental para fazer com que o ato de voar se tornasse possível, não foi suficiente para que este se tornasse previsível. Alguns experimentos ainda apresentavam anomalias não explicadas pelas formulações teóricas, entretanto os aprimoramentos passaram a ser feitos para adequar os equipamentos justamente onde os experimentos anteriores haviam falhado. Eureka! A estrutura cumulativa de conhecimento fez com que o ato de voar passasse a ser não só possível, mas também previsível. A virada veio ao se combinar a compreensão dos mecanismos causais com a análise das interações dadas pelo contexto. Uma proposição que soa familiar aos investidores de *equities* com foco em retornos de longo prazo.

⁷ Formulação da antropóloga britânica Marilyn Strathern a partir da máxima conhecida como Lei de Goodhart. A partir do momento que um indicador se torna objeto de política pública, perde-se o valor informacional de sua relevância passada como indicador. No Reino Unido, por exemplo, o acompanhamento das aves habitantes em áreas agrícolas era uma medida relevante do impacto da agricultura no meio-ambiente. A partir de um declínio acelerado nessas populações, observado no início dos anos 2000, essa métrica foi incluída no conjunto de indicadores de desenvolvimento sustentável local e, como resultado disso, um esforço substancial de pesquisa foi direcionado a examinar as causas desse fenômeno. Logo em seguida algumas adaptações foram propostas nas práticas agrícolas. Para as aves o resultado foi sem dúvida positivo, já que o declínio foi mitigado e até revertido em alguns casos. No entanto, esse indicador passou a ser indiscutivelmente menos representativo do estado geral do meio-ambiente, já que os resultados foram obtidos através de políticas específicas focadas em melhorar o próprio indicador. Newton, A.C. *“Implications of Goodhart’s Law for monitoring global biodiversity loss”* (2011)

⁸The *Cycles of Theory Building in Management Research*, Carlile, Paul & Christensen (2005)

Filtrar investimentos a partir de pontuações em metodologias ESG, seria o equivalente a buscar atributos específicos, dando pouca atenção ao mecanismo causal subjacente. Dito isso, tendo em vista os anseios e expectativas da geração atual, é natural que empresas com escores ESG elevados tenham gerado retornos maiores ao longo do tempo, dado que ambos os fenômenos compartilham a mesma raiz: uma gestão capaz de compreender as exigências da sociedade como um todo e adaptar suas práticas para atendê-las. Além disso, ao se focar em atalhos e checklists dados por uma cartilha, perdemos o foco do contexto no qual as empresas estão inseridas e no real objetivo que devemos perseguir enquanto sociedade, correndo o risco de chegar à resposta certa da pergunta errada. *“The most common error of a smart engineer is to optimize for something that should not exist.”*⁹

O tema da diversidade ilustra bem esse potencial descompasso entre métodos e objetivos. Ao se deparar com um problema, uma equipe intelectualmente diversa tende a ter uma “caixa de ferramentas” mais bem equipada do que equipes homogêneas e, portanto, uma maior probabilidade de atingir um resultado melhor. Sendo assim, o valor de um indivíduo para uma equipe depende mais da sua capacidade de melhorar a tomada de decisão coletiva do que de sua habilidade individual de resolver o problema em questão¹⁰. No entanto, dada a dificuldade de se medir objetivamente o grau de diversidade cognitiva de um grupo de indivíduos, acabamos usando como proxy a diversidade social, o que sem dúvida ajuda em termos probabilísticos, mas não é suficiente para se chegar ao objetivo desejado. Para se extrair valor da diversidade, é fundamental que os objetivos do grupo estejam genuinamente alinhados e que existam mecanismos de mediação que estimulem a troca de opiniões divergentes, caso contrário, o resultado pode ser contraproducente¹¹. Dito isso, não entendemos diversidade como um ingrediente que pode ser inserido de fora para dentro em uma companhia a qualquer momento, e sim, como resultado de um processo mais profundo de organização cultural. Identificar o mecanismo causal que faz com que empresas organicamente optem por ter equipes diversas nos parece mais interessante do que perseguir métricas isoladas de diversidade em pontos específicos do tempo.

Ao participar dessa corrida errática para corresponder à expectativa da sociedade atual na construção de culturas diversas sem a reflexão adequada, corre-se o risco de não usufruir do benefício do movimento. Aparência de diversidade não é suficiente. O Will Bank, banco digital privado investido pelo fundo, é um excelente exemplo de empresa que entende diversidade como uma poderosa ferramenta de cultura e gestão. Com uma equipe composta 51% por mulheres (36% das lideranças) e 43% por pessoas negras (24% das lideranças), a empresa se torna uma referência nesta caminhada, criando uma marca desejada e única para atrair talentos sub representados. Assim, fugindo da competição acirrada do *mainstream* por meio de um posicionamento superior de recrutamento. Diversidade no seu lugar de potência. Um privilégio das companhias novatas que normalmente não precisam lidar com legados culturais e preconceitos enraizados para usufruir desta vantagem, aproveitando do valor de uma tela em branco em uma sociedade em acelerada transformação.

No fim do dia, o simples objetivo de maximizar lucros em prazos longos deveria levar as boas empresas a discutir esses temas organicamente. Atração e retenção de talentos, construção de valor subjetivo de marca, e modernização de práticas empresariais deveriam ser mantras para qualquer agente responsável por liderar

⁹ Elon Musk

¹⁰ Hong e Page (2004), Groups of diverse problem solvers can outperform groups of high-ability problem solvers - PNAS (<https://bit.ly/3qt6Cdd>)

¹¹ Mannix & Neale: *“What Differences Make a Difference?: The Promise and Reality of Diverse Teams in Organizations”* (2005)

empresas. A real novidade trata-se das redes sociais que se tornaram ferramentas de fiscalização da sociedade civil, incorporando e amplificando o velho ditado que a luz do sol é o maior desinfetante. E caso a luz do sol não seja suficiente, um governo democrático e institucionalmente maduro, deveria estar pronto para corrigir eventuais falhas de mercado. Penalizando aqueles que, com pretensas boas intenções e falsos objetivos de longo prazo, estão na verdade mirando *payoffs* curtos com custos desproporcionais à sociedade.

Ademais, o peso da discussão em relação à sustentabilidade, notadamente o carbono lançado na atmosfera, atravessou a esfera etérea e percorreu integralmente o método científico, transformando hipóteses em princípios. Externalidades ambientais não podem mais ser negligenciadas. As emissões antropogênicas de gases de efeito estufa são inequivocamente¹² responsáveis pelo aumento da temperatura global no último século. Percebe-se rapidamente observando a evolução da escolha de palavras nos Relatórios de Avaliação (AR) do Painel Intergovernamental de Mudanças Climáticas (IPCC). Nos últimos 30 anos, as evidências científicas compiladas consideraram a influência do homem no aquecimento global “perceptível”, em seguida “atribuível”, depois “provável”, então “extremamente provável” e agora “inequívoca”. Para tratar dos impactos desse tema, optamos por escrever uma carta separada, mais técnica, com apoio de uma consultoria especializada.

As questões levantadas ao longo desta carta são urgentes e fundamentais para a construção de uma sociedade rumo a um equilíbrio superior. A pauta ESG tem uma importância expressiva no legado que a geração atual pode transmitir para as seguintes. De certa forma, determinados fanatismos ou radicalismos são instrumentos relevantes para tirar o mundo de uma inércia aflitiva – *“Chains of habits are too light to be felt until they are too heavy to be broken”*¹³. Mas a ansiedade para tratar de assuntos complexos pode conduzir a caminhos equivocados. A partir de um mapa impreciso, a estamina gerada pela autoconfiança de quem pensa ter todas as respostas, acelera em direção a um lugar de conforto intelectual imediato. Quem vocaliza e se coloca como evangelizador, assume o confortável papel de monopolista das virtudes e integridade. No entanto, escolhas erradas podem provocar desordem e um grau de irreversibilidade no sistema lá na frente. Em determinados momentos de maturidade, a sabedoria rabinica deve ser lembrada. Às vezes todos têm razão, mas ninguém está certo.

¹² IPCC AR6: *“This Report reaffirms with high confidence the AR5 finding that there is a near-linear relationship between cumulative anthropogenic CO2 emissions and the global warming they cause. Each 1000 GtCO2 of cumulative CO2 emissions is assessed to likely cause a 0.27°C to 0.63°C increase in global surface temperature with a best estimate of 0.45°C”* (<https://bit.ly/37GVkeS>)

¹³ Bertrand Russell