

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ENGENHARIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

RELACIONAMENTO COM STAKEHOLDERS PARA O
DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL NO
AMBIENTE CORPORATIVO

Bruna Villa Todeschini

Porto Alegre, 2022

Bruna Villa Todeschini

**RELACIONAMENTO COM STAKEHOLDERS PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL NO
AMBIENTE CORPORATIVO**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito final à obtenção do título de Doutora em Engenharia, na modalidade acadêmica, na área de concentração em Sistemas de Produção.

Orientador: Marcelo Nogueira Cortimiglia, Dr.

Porto Alegre

2022

Bruna Villa Todeschini

**Relacionamento com Stakeholders para o Desenvolvimento Sustentável no Ambiente
Corporativo**

Esta tese foi julgada adequada para a obtenção do título de Doutora em Engenharia na modalidade Acadêmica e aprovada em sua forma final pelo Orientador e pela Banca Examinadora designada pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Prof. Marcelo Nogueira Cortimiglia, Dr.
Orientador PPGEP/UFRGS

Prof. Alejandro Germán Frank, Dr.
Coordenador PPGEP/UFRGS

Banca Examinadora:

Ângela de Moura Ferreira Danilevich, *Dra.* (DEPROT/UFRGS)

Antonio Márcio Tavares Thomé, *Dr.* (DEI/PUC-Rio)

Marcelo Gattermann Perin, *Dr.* (EAESP/FGV)

AGRADECIMENTOS

A jornada de um doutorando até a obtenção do título não é fácil. Quando esta jornada é somada a atividades concomitantes, se adiciona também uma maior complexidade. E fazer tudo isso em meio a uma pandemia foi realmente desafiador. Apesar disso, nenhum grande desafio na vida se alcança sozinho, por isso gostaria de agradecer a todos que de alguma forma me apoiaram ao longo dessa jornada.

Inicialmente agradeço a Deus, por ter colocado os acontecimentos e pessoas no meu caminho nos momentos perfeitos para que hoje esta tese esteja se tornando uma realidade.

Aos meus pais, Hilário e Jovita, por sempre me incentivarem a buscar o melhor de mim, pelo apoio às minhas decisões e por todo o suporte, amor e carinho ao longo de toda a minha formação.

Ao meu irmão, Felipe, pelas nossas trocas e conversas, sempre me acolhendo e apoiando para seguir em frente.

Ao meu namorado, Diego, pela compreensão ao longo destes anos e por sempre ter me incentivado a transformar os meus sonhos em realidade.

Aos meus orientadores, Marcelo e Janine, por todos os momentos de trocas e aprendizados, por entenderem que a minha dinâmica de trabalho e estudo seria um pouco diferente das habituais e por terem aceitado este desafio junto comigo. Vocês foram fundamentais para que eu pudesse chegar até aqui!

Aos meus parceiros de mestrado e doutorado Diego e Fernando, que, mesmo sem a convivência diária, tornaram este caminho mais fácil e divertido!

A todas as pessoas que fizeram parte das pesquisas de campo e aos membros da banca, por terem dedicado tempo e conhecimento para este estudo.

A todos os mestres, colegas e amigos que fizeram parte da minha formação e trajetória profissional até aqui. Um doutor não nasce doutor, por isso todos que fizeram parte dessa história merecem um agradecimento especial.

RESUMO

Esta pesquisa abrange a relação de empresas com seus stakeholders no desenvolvimento de ações sustentáveis, com foco sobre como este relacionamento influencia a geração de valor dos negócios. Neste sentido, o posicionamento das empresas vem sendo cada vez mais provocado por estes públicos, tanto a partir de movimentos já estabelecidos, quanto por outros ainda emergentes, como o conceito ESG (*environmental, social and governance*), que vem gerando mudanças nos investimentos de longo prazo das empresas. Em função disso, a partir das teorias de shareholders e stakeholders e da literatura de modelos de negócios, esta tese busca entender as dinâmicas e os fatores de influência para a geração de valor sustentável no relacionamento com stakeholders em empresas que buscam incorporar a sustentabilidade ao seu modelo de negócio. Para atingir este objetivo, esta tese é apresentada em três artigos, cada um vinculado a uma das três funções de um modelo de negócio: criação, entrega e captura de valor. O primeiro, focado no processo de criação de valor, apresenta as dinâmicas entre fatores facilitadores e inibidores para a geração de ações sustentáveis no relacionamento da empresa com sua cadeia de valor; o segundo, focado no processo de captura de valor, avalia se e como a incorporação de fatores ESG tende a gerar oportunidade estratégica e valor para os negócios; e o terceiro, focado no processo de entrega de valor, busca entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor, se o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e se conseguem mensurar os seus benefícios. De maneira geral, a tese tem caráter exploratório e inclui metodologias como revisão sistemática da literatura, análise de conteúdo, entrevistas em profundidade e estudos de casos. Os resultados apontam que os principais facilitadores para a geração de ações sustentáveis com a cadeia de valor estão relacionados às pressões do ambiente externo, busca por vantagem competitiva e desenvolvimento conjunto de recursos e capacidades. No segundo artigo, identificou-se que as teorias dos shareholders e stakeholders não são incompatíveis, e que há entre os acionistas, além da busca pelo máximo lucro possível, também uma nova visão de valor dos gerada por um ambiente de negócios cada vez mais complexo em relação a fatores ESG. No terceiro artigo, que abordou o processo de entrega de valor, foram identificados os aspectos de valor e da estrutura de modelos de negócio que podem influenciar no processo de transição de negócio convencional para sustentável.

Palavras-Chave: sustentabilidade, stakeholders, ESG, geração de valor, proposta de valor.

ABSTRACT

This research addresses the relationship between companies and their stakeholders in the development of sustainable actions and how this relationship influences the generation of business value. In this sense, the positioning of companies has been increasingly provoked by these groups, both from already established movements, as well as by others that are still emerging, such as the ESG (environmental, social and governance) concept, which has been generating changes in companies' long-term investments. As a result, from the theories of shareholders and stakeholders and the literature on business models, this thesis seeks to understand the dynamics and factors of influence for the generation of sustainable value in the relationship with stakeholders in companies that seek to incorporate sustainability into their business model. To achieve this objective, this thesis is presented in three articles, each linked to one of the three roles of a business model: value creation, delivery and capture. The first article, focused on the value creation process, presents the dynamics between drivers and inhibiting factors for the generation of sustainable actions in the company's relationship with its value chain; the second, focused on the value capture process, assesses whether and how the incorporation of ESG factors tends to generate strategic opportunities and business value; and the third, focused on the value delivery process, seeks to understand whether companies understand the concept of value proposition, how they apply it and communicate it into their routines and whether they are able to measure its benefits. In general, the thesis is exploratory and includes methodologies such as systematic literature review, content analysis, in-depth interviews and case studies. The results indicate that the main drivers for the generation of sustainable actions together with the value chain are related to the pressures of the external environment, the search for competitive advantage and joint development of resources and capabilities. In the second article, it was identified that the theories of shareholders and stakeholders are not incompatible and that shareholders, in addition to seeking the maximum possible profit, also have a new vision of value generated by an increasingly complex business environment in relation to ESG factors. In the third article, which addressed the value delivery process, the aspects of value and the structure of business models that can influence the transition process from conventional to sustainable business were identified.

Keywords: sustainability, stakeholders, ESG, value creation, value proposition.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	9
LISTA DE TABELAS	10
1. INTRODUÇÃO.....	11
1.1. Tema e Problema	13
1.2. Objetivos	14
1.3. Justificativa e Relevância.....	15
1.4. Procedimentos Metodológicos.....	17
1.5. Delimitação do Estudo.....	20
1.6. Estrutura da Tese.....	21
Referências	21
2. ARTIGO I - COLLABORATION PRACTICES IN THE FASHION INDUSTRY: ENVIRONMENTALLY SUSTAINABLE INNOVATIONS IN THE VALUE CHAIN	30
3. ARTIGO II - FATORES ESG COMO OPORTUNIDADE ESTRATÉGICA AOS NEGÓCIOS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A PERCEPÇÃO DOS SHAREHOLDERS.....	31
3.1 Introdução	31
3.2 Método	35
3.3 Resultados	38
3.3.1 Caracterização dos entrevistados.....	38
3.3.2 Resultados das entrevistas	40
3.3.2.1 Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders.....	40
3.3.2.2 ESG: Percepções e Sustentação no Longo Prazo	43
3.3.2.3 ESG: Riscos e Resiliência.....	46
3.4 Discussão	51
3.5 Conclusão.....	54
Referências	55
4 ARTIGO III - PROPOSTA DE VALOR COMO ASPECTO DE TRANSIÇÃO DE NEGÓCIOS CONVENCIONAIS PARA SUSTENTÁVEIS.....	62

4.1	Introdução	62
4.2	Revisão de Literatura	66
4.2.1	Modelo de Negócio e Proposta de Valor.....	66
4.2.2	Modelo de Negócio e Proposta de Valor Sustentáveis e o Relacionamento com Stakeholders	67
4.2.3	Diferenças de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e sustentáveis.....	70
4.3	Método	71
4.4	Resultados	75
4.4.1	Estudos de Casos	75
4.4.1.1	<i>Caso A</i>	76
4.4.1.2	<i>Caso B</i>	79
4.4.1.3	<i>Caso C</i>	82
4.4.1.4	<i>Caso D</i>	85
4.4.2	Análise dos Casos.....	88
4.5	Discussão	91
4.6	Conclusão.....	93
	Referências	94
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	100
5.1	Contribuições Teóricas e Práticas	101
5.2	Limitações e Sugestões de Estudos Futuros	104
	Referências	106
	APÊNDICE A.....	109

LISTA DE FIGURAS

Figura 2 - Abordagem de Modelo de Negócio, Stakeholders Envolvidos e Estrutura de Valor
..... 102

LISTA DE TABELAS

Tabela 3 - Temas que orientaram a elaboração do roteiro de entrevista	36
Tabela 4 - Caracterização dos entrevistados.....	39
Tabela 5 - Perfil de comportamento no mercado financeiro	39
Tabela 6 - Resultado bloco Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders.....	44
Tabela 7 - Resultado bloco ESG: Percepções e Sustentação no Longo Prazo	47
Tabela 8 - ESG: Riscos e Resiliência	50
Tabela 9 - Resumo conceitual de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis	71
Tabela 10 - Ferramenta para identificação de aspectos de diferenciação de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis	74
Tabela 11 - Resultado do Caso A	78
Tabela 12 - Resultado do Caso B	81
Tabela 13 - Resultado do Caso C	84
Tabela 14 - Resultado do Caso D	87
Tabela 15 - Resumo dos Casos para a abordagem de Negócio Sustentável.....	90

1. INTRODUÇÃO

Iniciativas relacionadas à sustentabilidade têm sido cada vez mais exploradas tanto em empresas quanto pela sociedade como um todo (Globocnik et al., 2020; Junsheng et al., 2020). O tema de desenvolvimento sustentável, em sua concepção inicial, era dirigido aos governos, conforme descrito pelo Relatório Brundtland em 1987 e, mais recentemente, às empresas que geram impactos tanto sociais quanto ambientais negativos, via Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Agenda 2030 (Schramade, 2017; Curtó-Pagès et al., 2021). Ao mesmo tempo, a literatura destaca a importância da sustentabilidade para o desenvolvimento dos negócios: Romolini et al (2014) afirmam que a transparência das empresas para as ações de responsabilidade social é cada vez mais necessária; Lueg et al (2015) reforçam que ações socioambientais podem prevenir a geração de valor negativo; e Reverte (2012) afirma que esse tipo de iniciativa pode reduzir o custo de capital das empresas.

Embora a maioria das empresas ainda entenda este tema como compliance referente às legislações e pressões externas (Durand et al., 2019), algumas percebem esse tipo de investimento como uma oportunidade estratégica de se diferenciar dos concorrentes (Pedersen e Gwozdz, 2014; Walsh e Dodds, 2017; Ioannou e Serafeim, 2019) e agregar valor às suas marcas (Arranz et al., 2020; Kumar e Rodrigues, 2020). Além disso, as boas práticas de sustentabilidade geram maior confiança do mercado na construção e manutenção da reputação das organizações (Park et al., 2014). Neste sentido, os negócios vêm sendo provocados por seus stakeholders a adotarem boas práticas voltadas à sustentabilidade em função dos impactos socioambientais negativos causados pelas operações existentes (Patala et al., 2016). A divulgação de informações ESG (*environmental, social and governance*) para todos os stakeholders é um fator que impulsiona a geração de vantagem competitiva para melhorar o desempenho da sustentabilidade corporativa (Alsayegh et al., 2020). Complementarmente, a transição do *business as usual*, em que o sucesso em geral é avaliado pelo desempenho econômico (Upward e Jones, 2016), para modelos de negócios sustentáveis, que consideram também objetivos sociais e ambientais e o equilíbrio entre todos os stakeholders envolvidos

(Bocken et al., 2013), é necessária como forma de sobrevivência no longo prazo (Bocken et al., 2014).

Nesse cenário, mudanças no modelo de negócio das empresas podem viabilizar essa transição para um futuro mais sustentável em termos ambientais, sociais e econômicos. O conceito de modelo de negócio apresenta a estrutura pela qual uma proposta de valor é entregue ao cliente, além da organização dos fluxos de receita e custos para isso (Teece, 2010) e tem três funções básicas: a forma como um negócio cria, entrega e captura valor (Osterwalder e Pigneur, 2010). A função de criação de valor foca em como se organiza a estrutura para criar as soluções oferecidas pelo negócio (Osterwalder, 2004). Já a função de captura de valor estabelece como o negócio garante e distribui os lucros gerados a partir da criação de valor (Chesbrough et al., 2018). Por fim, a entrega de valor está relacionada a como o cliente (Teece, 2010) e os demais stakeholders (Bocken et al., 2014; Schaltegger et al. 2016) recebem a proposta de valor do negócio.

Interagir com stakeholders é uma atividade organizacional importante (Greenwood, 2007). Segundo Freeman (1984), stakeholder é qualquer indivíduo ou grupo que pode afetar ou é afetado pela realização dos objetivos de uma organização. Mitchell et al. (1997) aprofundam a definição em função da abrangência de quem pode ser considerado stakeholder de uma organização e da dificuldade em estabelecer limites para tal. Como proposta, apresentam atributos de stakeholders que podem auxiliar na definição: poder, legitimidade e urgência. Quanto mais presentes estes atributos estiverem no relacionamento desses atores com a organização, maior será a sua saliência como stakeholder.

O relacionamento com stakeholders é amplamente debatido no cenário de negócios (Viglia et al., 2018, Leonidou et al., 2020; Wiesmeth, 2020), principalmente para empresas que visam manter sua competitividade num ambiente que demanda inovações nos negócios (Evans et al., 2017). No contexto da sustentabilidade, iniciativas voltadas aos stakeholders devem ser utilizadas como forma de sobreviver à competição (Caniato et al., 2012) e a colaboração com diferentes grupos pode ajudar neste processo (Wieland e Handfield, 2010). No entanto, podem existir dificuldades entre os stakeholders na busca de objetivos comuns (Curşeu & Schruijer, 2017). Este

relacionamento envolve muito mais do que simples interações, ou seja, os desejos, necessidades e capacidades de cada ator envolvido devem ser considerados (Noland e Phillips, 2010). O relacionamento com stakeholders demanda a implementação de processos que satisfaçam todos os grupos que têm algum interesse no negócio (Freeman e McVea, 2001). Neste cenário, a gestão e integração das relações e interesses dos acionistas, funcionários, consumidores, fornecedores, comunidade e outros grupos se torna fundamental para a geração de valor dos negócios (Huang et al., 2009) e pode gerar tanto oportunidades de negócios quanto proporcionar benefícios a todos os stakeholders ao cooperarem em torno do valor da sustentabilidade (Horisch et al., 2014).

1.1. TEMA E PROBLEMA

Esta pesquisa tem como foco a relação de empresas com seus stakeholders no desenvolvimento de ações de sustentabilidade para o negócio. A partir disso, busca-se entender como este relacionamento pode influenciar no desenvolvimento sustentável da organização e vice-versa. Em função disso, uma discussão relevante para este estudo é como se criam e quais são as barreiras para a geração de iniciativas sustentáveis e oportunidades de inovação com estes públicos considerando a geração de valor a todos os envolvidos. Além disso, são abordadas as dinâmicas dos relacionamentos entre os públicos e são discutidas as oportunidades criadas por uma maior consciência socioambiental no mercado que demandam novas estratégias para gerar vantagem competitiva (Zhang e Zhu, 2019; Zhu e Sarkis, 2016).

Alguns desses movimentos que geram novas oportunidades a partir do avanço de iniciativas sustentáveis já estão estabelecidos, como a necessidade de uma gestão voltada para a responsabilidade social corporativa das empresas (Greenwood, 2007; Matten e Moon, 2004), enquanto outros ainda são emergentes, como por exemplo a temática ESG, que afeta e é afetada a partir da estratégia de gestão de stakeholders (Velte, 2017) e ainda passa por discussões sobre como tem sido aplicada na prática para a geração de valor tanto para a empresa quanto para seus stakeholders (Signori et al., 2021; Nirino et al., 2021; Dremptic et al., 2020). Dentro desse contexto, se torna necessário entender e acompanhar as mudanças no relacionamento com stakeholders geradas a partir desses

movimentos para que se reconheçam as fragilidades a que o negócio passa a se expor ao fazer parte dessas alterações e também as oportunidades estratégicas e de geração de inovações sustentáveis a partir de novas configurações entre esses atores.

O problema desta pesquisa está centrado no relacionamento de empresas com seus stakeholders no desenvolvimento de iniciativas sustentáveis, analisando como este relacionamento influencia na geração de valor dos negócios. Ele surge a partir do conceito de que empresas que buscam incorporar a sustentabilidade no seu modelo de negócio devem considerar uma gama de necessidades mais ampla do que apenas o atendimento às demandas do cliente e o lucro ao acionista (Schaltegger et al., 2016; Geissdoerfer et al., 2018; Bocken et al., 2013; Freudenreich et al., 2020). Neste sentido, há evidências de que os modelos de negócios têm dificuldades para se adaptar ao ambiente competitivo com desafios cada vez mais complexos que demandam iniciativas voltadas à sustentabilidade (Nosratabadi et al., 2019; Baldassare et al., 2017). Por isso, há necessidade de avanços no entendimento sobre os fluxos de negócio, interação com stakeholders e demais dinâmicas que sejam capazes de integrar a sustentabilidade às formas de fazer negócio (Boons et al., 2013; Todeschini et al., 2017; Lüdeke-Freund, 2019).

1.2. OBJETIVOS

Considerando o contexto do ambiente corporativo, o objetivo geral desta tese é entender as dinâmicas e os fatores de influência para a geração de valor sustentável no relacionamento com stakeholders em empresas que buscam incorporar a sustentabilidade ao seu modelo de negócio, que é a forma como uma empresa cria, entrega e captura valor (Teece, 2010; Osterwalder e Pigneur, 2010). A partir deste conceito, a pesquisa analisa estas dinâmicas considerando a demanda crescente por soluções sustentáveis (Zhang e Zhu, 2019) e também pelas consequentes oportunidades de geração de valor sustentável junto aos stakeholders de cada negócio (Baldassare et al, 2017).

Em particular, a pesquisa tem três objetivos específicos sobre o relacionamento com stakeholders para o desenvolvimento sustentável no ambiente corporativo. Inicialmente, se busca (i) identificar fatores facilitadores e inibidores para a geração de

ações sustentáveis no relacionamento da empresa com sua cadeia de valor. A seguir, o objetivo é (ii) avaliar se e como a incorporação de fatores ESG gera oportunidade estratégica e valor para os negócios. O último objetivo específico está relacionado à proposta de valor sustentável: (iii) entender se as empresas compreendem o conceito, se o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e se conseguem mensurar os seus benefícios.

1.3. JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

O relacionamento com stakeholders é fundamental para o sucesso de iniciativas sustentáveis (Albort-Morant et al., 2016, Bendell e Huvaj, 2020) e tem um impacto significativo na responsabilidade social corporativa (Greenwood, 2007; Prado-Lorenzo et al., 2009). Em muitos casos, os stakeholders são os responsáveis pelo desenvolvimento de regulamentações voltadas à sustentabilidade, influenciando na adoção de novas práticas nas organizações (Huang et al., 2009; Vilchez et al., 2017). Além disso, o engajamento de stakeholders voltado à sustentabilidade potencializa a geração de vantagens no ambiente competitivo (Caniato et al., 2012; Horisch et al., 2014).

Neste cenário, as práticas ESG se tornam viabilizadoras do desenvolvimento sustentável no ambiente corporativo e têm ganhado relevância no ambiente de negócios nos últimos anos (Drempetic et al., 2020; Alsayegh et al., 2020; Nirino et al., 2021). Além de apoiar na avaliação de boas práticas ambientais, sociais e de governança, o conceito tem sido utilizado como critério para seleção de investimentos (Singh, 2020; Chen e Yang, 2020). A ideia de que empresas que focam em práticas ESG tendem a melhorar seu desempenho de mercado (Alda, 2020; Wong et al., 2020) tem fomentado a incorporação da temática nos processos de tomada de decisão (Raimo et al., 2020). Além disso, estudos apontam para uma maior resiliência de empresas com foco em ESG (Broadstock et al., 2020; Gillan et al., 2021), sendo considerados ativos mais seguros do que aqueles que não consideram esses fatores por focarem em resultados de longo prazo (Singh, 2020).

Considerando este contexto, esta pesquisa tem relevância teórica a partir da sua contribuição para a discussão entre objetivos potencialmente conflitantes de shareholders

e stakeholders no desenvolvimento de ações sustentáveis. Embora a Teoria dos Shareholders busque a maximização dos lucros (Friedman, 1962), também se deve buscar o bem-estar dos demais stakeholders (Freeman, 1984; Freeman e McVea, 2001; Horisch et al., 2014), o que torna necessário analisar a concomitância desses objetivos na prática (Tse, 2011; Mansell, 2013). Nesta tese, esta situação é abordada por diversos pontos de vista e são identificados os benefícios gerados a partir do relacionamento com estes públicos no contexto da sustentabilidade corporativa. Com isso, a pesquisa apresenta elementos que complementam a Teoria do Shareholder e propõe um novo arranjo considerando o foco em ESG como viabilizador para o desenvolvimento sustentável corporativo e para a geração de valor no longo prazo.

Neste contexto de alterações no relacionamento com stakeholders dos negócios, é gerada também uma necessidade de formulação de novas estratégias (Zhu e Sarkis, 2016) para gerarem vantagem competitiva a partir de uma perspectiva em relação aos impactos econômicos, sociais e ambientais dos negócios que sejam capazes de garantir o equilíbrio entre todas as partes interessadas (Bocken et al., 2013). Apesar disso, muitas empresas enfrentam dificuldades nesta transição, havendo concentração de iniciativas principalmente em melhorias que consideram marginalmente impactos em sustentabilidade e poucos esforços em mudanças de modelos de negócio a partir deste objetivo. O ambiente competitivo cada vez mais complexo demanda soluções e estratégias holísticas, com necessidade de maior integração de aspectos socioambientais no modelo de negócio como um todo (Lüdeke-Freund, 2019; Upward e Jones, 2016). Em função disso, a tese avança no entendimento sobre a transição de modelos de negócios convencionais para sustentáveis e, também, na forma de comunicar o valor não apenas ao cliente, mas considerando uma rede de valor mais abrangente que considere todos os stakeholders envolvidos no negócio (Sommer, 2012; Manninen et al, 2018; Bocken et al., 2013).

Além das contribuições teóricas, a pesquisa tem potencial de gerar contribuições de ordem prática, visto que estão em curso mudanças no relacionamento entre empresas e seus stakeholders considerando as temáticas ESG. Neste sentido, uma das contribuições está na identificação de fatores que influenciam este relacionamento, facilitando ou inibindo o desenvolvimento de inovações sustentáveis e a consequente geração de valor

aos envolvidos, que pode servir como orientador para futuras construções de ecossistemas sustentáveis para negócios que busquem evoluir nesta temática. Em geral, os fatores estão relacionados a pressões tanto da sociedade quanto do ambiente competitivo, valores compatíveis entre os atores, desenvolvimento conjunto de competências e capacidade de investimento, além da governança da empresa focal, que foi considerada essencial para iniciar, motivar e organizar o sistema. Outra contribuição está relacionada à geração de oportunidade estratégica para os negócios a partir da incorporação de fatores ESG, que se faz necessária em função da crescente demanda do mercado sobre o tema nos últimos anos. Por fim, o tema é de interesse dos gestores de empresas e tende a auxiliar na tomada de decisão de negócios que busquem, a partir do desenvolvimento sustentável, atrair novos clientes, oportunidades de negócios e investimentos para suas organizações.

1.4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta tese busca contribuir de forma prática para uma melhor compreensão sobre as mudanças no relacionamento com stakeholders geradas a partir de movimentos voltados ao desenvolvimento sustentável, sendo caracterizado como uma pesquisa de natureza aplicada (Boaventura, 2009). Considerando os objetivos, a pesquisa se caracteriza como exploratória, uma vez que utiliza revisão sistemática da literatura, análise de conteúdo, entrevistas em profundidade e estudos de casos, que visam proporcionar maior familiaridade com o problema (Gil, 2002).

Em relação à abordagem, trata-se de uma pesquisa predominantemente qualitativa, gerada a partir de um entendimento aprofundado sobre as dinâmicas envolvidas em fenômenos complexos como o engajamento de stakeholders em iniciativas voltadas à sustentabilidade corporativa. Ao mesmo tempo, o estudo busca gerar resultados que possam guiar a tomada de decisão de gestores de negócios, portanto com um viés prescritivo, em função de serem apresentados direcionadores que podem servir como base para estratégias de empresas que busquem estar alinhadas com o desenvolvimento sustentável.

A partir do objetivo geral da tese - entender as dinâmicas e os fatores de influência para a geração de valor sustentável no relacionamento com stakeholders em

empresas que buscam incorporar a sustentabilidade ao seu modelo de negócio - a pesquisa foi dividida em três etapas. Cada uma delas está apresentada na forma de artigo, que está vinculado a uma das três funções de um modelo de negócio: criação, entrega e captura de valor (Teece, 2010; Osterwalder e Pigneur, 2010). Assim, cada etapa é apresentada de forma independente e ao mesmo tempo complementar às demais, onde cada um dos artigos propostos corresponde a um objetivo específico desta tese e apresenta seu próprio método de pesquisa. Os procedimentos metodológicos de cada artigo são apresentados a seguir.

O artigo 1 está relacionado ao processo de criação de valor, que, segundo Osterwalder (2004), foca em como se estabelece o arranjo da cadeia de valor para criar as soluções oferecidas pelo negócio. Por isso, se concentra no objetivo de identificar fatores facilitadores e inibidores para a geração de ações sustentáveis no relacionamento da empresa junto à sua cadeia de valor. Para isso, o estudo foi realizado em duas fases: revisão sistemática da literatura e estudos de caso. Na primeira fase, foram identificados os fatores (drivers e inibidores) para a integração de stakeholders ao longo do processo de desenvolvimento de iniciativas sustentáveis. Para isso, foi realizada uma revisão sistemática da literatura, que envolveu cinco etapas de acordo com Tranfield et al. (2003): (a) definição do objetivo da pesquisa; (b) seleção do banco de dados; (c) escolha de palavras-chave; (d) seleção de artigos compatíveis e (e) extração de dados. A partir disso, foi realizada uma análise de conteúdo com a leitura dos artigos selecionados buscando identificar drivers e inibidores, gerando categorias e variáveis. Na fase de estudos de caso, foram selecionados dois projetos de inovação sustentável caracterizados por uma intensa colaboração com diferentes stakeholders por parte de uma mesma empresa focal, nos quais foram elucidados os fatores encontrados na revisão sistemática. Por fim, um novo arranjo dos fatores foi proposto considerando a dinâmica entre drivers e inibidores mapeados na literatura e seu comportamento em casos reais de projetos de colaboração no desenvolvimento de iniciativas sustentáveis.

O artigo 2 está relacionado ao processo de captura de valor, ou seja, como o negócio garante os lucros gerados a partir da criação de valor e a sua distribuição entre os atores participantes (Chesbrough et al., 2018). Considerando a perspectiva de sustentabilidade nos modelos de negócio, o artigo busca avaliar se e como a incorporação

de fatores ESG tende a gerar oportunidade estratégica e captura de valor para os negócios a partir da visão dos acionistas. Assim, foi realizado um estudo exploratório com abordagem qualitativa a partir de um roteiro de perguntas aplicado em entrevistas individuais em profundidade com investidores, que têm como vantagem uma análise pessoal mais profunda e a livre troca de informações sem a pressão social do grupo, quando comparadas aos grupos focais (Malhotra, 2009). A partir da elaboração do roteiro, foram abordados os temas de sustentabilidade relacionados à geração de valor no relacionamento com stakeholders de uma forma ampla e, em seguida, o roteiro focou no tema ESG (percepções, manutenção no longo prazo, riscos e resiliência). Os entrevistados foram divididos em dois perfis: profissionais do mercado financeiro e investidores pessoa física, ambos os grupos compostos por investidores brasileiros. Nesse sentido, buscou-se compreender as diferentes dinâmicas entre os dois perfis, considerando os níveis de conhecimento e maturidade sobre o assunto. Para codificação e categorização do material textual resultante das transcrições, foi realizada uma análise de conteúdo e, então, cada fração significativa foi separada, isolada e codificada. Após a codificação, foi realizada a categorização através de uma combinação do método dedutivo e indutivo (Elo e Kyngas, 2008). Ao final, os resultados foram reunidos e discutidos com base nos temas propostos no roteiro e foram apresentadas as contribuições à literatura sobre as Teorias de Shareholders e Stakeholders, bem como contribuições práticas sobre a condução da agenda ESG tanto para investidores quanto para gestores de empresas.

O artigo 3 está relacionado ao processo de entrega de valor. Segundo Teece (2010) este processo aborda como o cliente recebe a proposta de valor do negócio. Porém, pela perspectiva de modelos de negócios sustentáveis, o escopo deste processo inclui também todos os demais stakeholders que recebem a proposta de valor sustentável do negócio (Bocken et al., 2014; Schaltegger et al. 2016). Em função disso, o artigo tem como objetivo entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor sustentável, se o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e se as mesmas conseguem mensurar os seus benefícios. Neste sentido, o estudo seguiu uma abordagem exploratória, combinando revisão da literatura, estudos de casos em empresas com iniciativas voltadas à sustentabilidade e análise via *flexible pattern matching*.

1.5. DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa descrita nesta tese está centrada no contexto do desenvolvimento sustentável, que, segundo o Relatório Brundtland (1987), é aquele que atende as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atenderem às suas próprias necessidades. Considerando esse contexto, a pesquisa analisa como o relacionamento de empresas com seus stakeholders influencia na geração de valor dos negócios.

Considerando esta temática, uma primeira delimitação envolve a relação stakeholder - empresas, ou seja: todos os grupos que têm algum interesse no negócio (Freeman e McVea, 2001). Além disso, embora muitas das contribuições também sejam aplicáveis a outras situações, nesta tese consideramos o contexto empresarial e, em função disso, os resultados obtidos nesta pesquisa não consideram outros tipos de instituições, como ONGs ou governos, por exemplo. Neste sentido, o estudo está limitado ao modelo de negócio das empresas, ou seja, a estrutura lógica e as evidências que suportam uma proposta de valor para o cliente e a organização de receitas e custos para a entrega de valor (Teece, 2010), apresentando três funções básicas: a forma como um negócio cria, entrega e captura valor (Osterwalder e Pigneur, 2010). Para a discussão acerca de modelos de negócios sustentáveis, há também a necessidade de vincular as funções de um modelo de negócio aos interesses e necessidades dos demais stakeholders além de clientes e acionistas (Stubbs e Cocklin, 2008; Geissdoerfer et al., 2018), para e com quem o valor do negócio deve ser criado de maneira conjunta.

As dinâmicas gerais entre negócios, shareholders e demais stakeholders são amplamente abordadas por teorias já maduras, e este estudo não tem a pretensão de estabelecer novos parâmetros nessa abordagem. Por outro lado, a pesquisa considera o escopo dessas dinâmicas relacionadas ao desenvolvimento sustentável e sua geração de valor, como explicitado a partir de projetos de inovação sustentável junto à cadeia de valor (artigo 1), pela temática ESG na visão dos shareholders (artigo 2) e pela análise de proposta de valor sustentável direcionada a todos os stakeholders (artigo 3).

1.6. ESTRUTURA DA TESE

Esta tese é apresentada em cinco capítulos. No capítulo de Introdução são apresentados o problema de pesquisa, tema, objetivos, justificativa e relevância, procedimentos metodológicos, delimitações do estudo e estrutura da tese. A partir de então, são apresentados os três capítulos que geram o corpo teórico do estudo. No primeiro deles, é abordada a relação com a cadeia de valor, no segundo se discute o conceito ESG pela perspectiva do shareholder e no terceiro se analisa a entrega da proposta de valor sustentável a todos os stakeholders. Por fim, o capítulo 5 apresenta as considerações finais, implicações acadêmicas e práticas do estudo e sugere tópicos a serem abordados em pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS

- Albort-Morant, G., Leal-Millán, A., & Cepeda-Carrión, G. (2016). The antecedents of green innovation performance: a model of learning and capabilities. *Journal of Business Research*, 69(11), 4912–4917. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.052>.
- Alda, M. (2020). ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream? *Finance Research Letters*, 36, 101313.
- Alsayegh, M.F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. *Sustainability*, 12, 3910. doi: 10.3390/su12093910
- Arranz, N., Arroyabe, M., Li, J., & Fernandez de Arroyabe, J. C. (2020). Innovation as a driver of eco-innovation in the firm: An approach from the dynamic capabilities theory. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1494-1503.
- Baldassarre, B., Calabretta, G., Bocken, N., & Jaskiewicz, T. (2017). Bridging sustainable business model innovation and user-driven innovation: A process for sustainable value proposition design. *Journal of Cleaner Production*, 147, 175-186. doi: 10.1016/j.jclepro.2017.01.081

Bendell, B.L., & Huvaj, M.N. (2020). Does stakeholder engagement through corporate social and environmental behaviors affect innovation?. *Journal of Business Research*, 119, 685-696. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.028>.

Boaventura, E M. (2009). *Metodologia da Pesquisa: Monografia; Dissertação; Tese*. São Paulo, Atlas, 2009.

Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2013). A value mapping tool for sustainable business modelling. *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, 13(5), 482-497. doi: 10.1108/cg-06-2013-0078

Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2014). A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes. *Journal of Cleaner Production*, 65, 42-56. doi: 10.1016/j.jclepro.2013.11.039

Boons, F., Montalvo, C., Quist, J., & Wagner, M. (2013). Sustainable innovation, business models and economic performance: an overview. *Journal of Cleaner Production*, 45, 1-8. doi: 10.1016/j.jclepro.2012.08.013

Broadstock, D., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X. (2020). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. doi: 10.1016/j.frl.2020.101716

Brundtland, G. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. United Nations General Assembly.

Caniato, F., Caridi, M., Crippa, L., & Moretto, A. (2012). Environmental sustainability in fashion supply chains: An exploratory case based research. *International Journal of Production Economics*, 135, 659-670. doi: 10.1016/j.ijpe.2011.06.001

Chen, H., & Yang, S. (2020). Do Investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101407. doi: 10.1016/j.pacfin.2020.101407.

Chesbrough, H., Lettl, C., & Ritter, T. (2018). Value creation and value capture in open innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 35 (6), 930–938.

Curşeu, P.L., & Schruijer, S.G. (2017). Stakeholder diversity and the comprehensiveness of sustainability decisions: the role of collaboration and conflict. *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 28, 114–120. <https://doi.org/10.1016/j.cosust.2017.09.007>.

Curtó-Pagès F., Ortega-Rivera E., Castellón-Durán M., & Jané-Llopis E. (2021). Coming in from the Cold: A Longitudinal Analysis of SDG Reporting Practices by Spanish Listed Companies Since the Approval of the 2030 Agenda. *Sustainability*, 13(3), 1178. <https://doi.org/10.3390/su13031178>

Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167, 333–360. doi: 10.1007/s10551-019-04164-1

Durand, R., Paugam, L., & Stolowy, H. (2019). Do investors actually value sustainability indices?. Replication, development, and new evidence on CSR visibility. *Strategic Management Journal*, 40 (9), 1471–1490.

Elo, S., & Kyngas, H. (2008). The qualitative content analysis process. *Journal of Advanced Nursing*, 62(1), 107–115. doi: 10.1111/j.1365-2648.2007.04569.x

Evans, S., Vladimirova, D., Holgado, M., Van Fossen, K., Yang, M., Silva, E.A., & Barlow, C.Y. (2017). Business model innovation for sustainability: towards a unified perspective for creation of sustainable business models. *Business Strategy and the Environment*, 26 (5), 597–608. <https://doi.org/10.1002/bse.1939>.

Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Freeman, R. & Mcvea, J. (2001). *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. The Darden School, University of Virginia.

Freudenreich, B., Lüdeke-Freund, F. & Schaltegger, S. (2020). A Stakeholder Theory Perspective on Business Models: Value Creation for Sustainability. *Journal of Business Ethics* 166, 3–18. doi: 10.1007/s10551-019-04112-z

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: The University of Chicago Press.

Geissdoerfer, M., Vladimirova, D., & Evans, S. (2018). Sustainable business model innovation: a review. *Journal of Cleaner Production*, 198, 401-416. doi: 10.1016/j.jclepro.2018.06.240

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4 ed. São Paulo: Atlas.

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 101889.

Globocnik, D., Rauter, R., & Baumgartner, R.J. (2020). Synergy or conflict? the relationships among organisational culture, sustainability-related innovation performance, and economic innovation performance. *International Journal of Innovation Management*, 24(1). <https://doi.org/10.1142/S1363919620500048>

Greenwood, M. (2007). Stakeholder Engagement: Beyond the Myth of Corporate Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 74, 315–327. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9509-y>

Horisch, J., Freeman, E., & Schaltegger, S. (2014). Applying Stakeholder Theory in sustainability management: links, similarities, dissimilarities, and a conceptual framework. *Organization & Environment*, 27(4) 328-346. doi: 10.1177/1086026614535786

Huang, Y.C., Ding, H.B., & Kao, M.R. (2009). Salient stakeholder voices: family business and green innovation adoption. *Journal of Management & Organization*, 15(3), 309–326. <https://doi.org/10.1017/S1833367200002649>.

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). *Corporate sustainability: A strategy?*. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, 19-065.

Junsheng, H., Masud, M.M., Akhtar, R., & Rana, M.S. (2020). The Mediating Role of Employees' Green Motivation between Exploratory Factors and Green Behaviour in the Malaysian Food Industry. *Sustainability*, 12, 509. <https://doi.org/10.3390/su12020509>

Kumar, M., & Rodrigues, V. S. (2020). Synergetic effect of lean and green on innovation: A resource-based perspective. *International Journal of Production Economics*, 219, 469-479.

Leonidou, E., Christofi, M., Vrontis, D., & Thrassou, A. (2020). An integrative framework of stakeholder engagement for innovation management and entrepreneurship development. *Journal of Business Research*, 119, 245-258. doi: 10.1016/j.jbusres.2018.11.054

Lüdeke-Freund, F. (2019). Sustainable entrepreneurship, innovation, and business models: Integrative framework and propositions for future research. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 665-681. doi: 10.1002/bse.2396

Lueg, R., Pedersen, M., & Clemmensen, S. (2015). The role of corporate sustainability in a low-cost business model: A case study in the Scandinavian fashion industry. *Business Strategy and the Environment*, 24(5), 344-359.

Malhotra, N.K. (2009). *Review of Marketing Research*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley.

Mansell, S. (2013). Shareholder Theory and Kant's 'Duty of Beneficence'. *Journal of Business Ethics*, 117, 583 - 599. doi: 10.1007/s10551-012-1542-9

Matten, D., & Moon, J. (2004). Corporate Social Responsibility Education in Europe. *Journal of Business Ethics*, 54: 323–337. doi: 10.1007/s10551-004-1822-0

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853.

Nirino, N., G Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting & Social Change*, 162, 120341. doi: 10.1016/j.techfore.2020.120341

Noland, J., & Phillips, R. (2010). Stakeholder engagement, discourse ethics and strategic management. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 39–49. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00279.x>.

Nosratabadi, S.; Mosavi, A.; Shamshirband, S.; Zavadskas, E.K.; Rakotonirainy, A.; & Chau, K.W. (2019). Sustainable Business Models: a Review. *Sustainability*, 11, 1663. <https://doi.org/10.3390/su11061663>

Osterwalder, A. (2004). The business model ontology a proposition in a design science approach. Doctoral dissertation, Université de Lausanne, Faculté des hautes études commerciales.

Park, J., Lee, H., & Kim, C. (2014). Corporate social responsibilities, consumer trust and corporate reputation: South Korean consumers' perspectives. *Journal of Business Research*, 67 (3), 295–302.

Patala, S., Jalkala, A., Keränen, J., Väisänen, S., Tuominen, V., & Soukka, R. (2016). Sustainable value propositions: Framework and implications for technology suppliers. *Industrial Marketing Management*, 59, 144-156, doi: 10.1016/j.indmarman.2016.03.001.

Pedersen, E., & Gwozdz, W. (2014). From Resistance to Opportunity-Seeking: Strategic Responses to Institutional Pressures for Corporate Social Responsibility in the Nordic Fashion Industry. *Journal of Business Ethics*, 119, 245 - 264. doi: 10.1007/s10551-013-1630-5

Prado-Lorenzo, J., Gallego-Alvarez, I., & Garcia-Sanchez, I. (2009). Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: the ownership structure effect. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 16(2), 94-107. doi: 10.1002/csr.189

Raimo, N., de Nuccio, E., Giakoumelou, A., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2020). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*, 123(1), 49-65.

Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, 253-272. doi: 10.1002/csr.273

Romolini, A., Fissi, S., & Gori, E. (2014). Scoring CSR Reporting in Listed Companies: Evidence from Italian Best Practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(2), 65-81. doi: 10.1002/csr.1299

Schaltegger, S., Hansen, E. G., & Lüdeke-Freund, F. (2016). Business models for sustainability: Origins, present research, and future avenues. *Organization & Environment*, 29(1), 3–10.

Schramade, W. (2017). Investing in the UN Sustainable Development Goals: Opportunities for Companies and Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 87-99. doi: 10.1111/jacf.12236

Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability*, 13(3), 1392. doi: 10.3390/su13031392

Singh, A. (2020). COVID-19 and safer investment bets. *Finance Research Letters*, 36, 101729. doi: 10.1016/j.frl.2020.101729

Stubbs, W., & Cocklin, C. (2008). Conceptualizing a “sustainability business model”. *Organization & Environment*, 21(2), 103–127.

Todeschini, B. V., Cortimiglia, M. N., Callegaro-de-Menezes, D., & Ghezzi, A. (2017). Innovative and sustainable business models in the fashion industry: Entrepreneurial drivers, opportunities, and challenges. *Business horizons*, 60(6), 759-770.

Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14 (3), 207–222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>.

Tse, T. (2011). Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 51 - 63. doi: 10.1108/17554171111124612

Upward, A., & Jones, P. (2016). An ontology for strongly sustainable business models: Defining an enterprise framework compatible with natural and social science. *Organization & Environment*, 29(1), 97–123.

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. doi:10.1108/JGR-11-2016-0029.

Viglia, G., Pera, R., & Bigné, E. (2018). The determinants of stakeholder engagement in digital platforms. *Journal of Business Research*, 89, 404–410. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.12.029>.

Vilchez, V.F., Darnall, N., & Correa, J.A.A. (2017). Stakeholder influences on the design of firms' environmental practices. *Journal of Cleaner Production*, 142, 3370–3381. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.10.129>.

Walsh, P. R., & Dodds, R. (2017). Measuring the choice of environmental sustainability strategies in creating a competitive advantage. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 672–687.

Wieland, A., & Handfield, R. (2010). The Socially Responsible Supply Chain: An Imperative for Global Corporations. *Supply Chain Management Review*, 14(6), 22–29.

Wiesmeth, H. (2020). Stakeholder engagement for environmental innovations. *Journal of Business Research*, 119, 310–320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.12.054>.

Wong, W., Batten, J., Ahmad, A., Mohamed-Arshad, S., Nordin, S., & Adzis, A. (2020). Does ESG certification add firm value?. *Finance Research Letters*, 39, 101593. [10.1016/j.frl.2020.101593](https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593).

Zhang, F., & Zhu, L. (2019). Enhancing corporate sustainable development: Stakeholder pressures, organizational learning, and green innovation. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1012–1026. doi: 10.1002/bse.2298

Zhu, Q., & Sarkis, J. (2016). Green marketing and consumerism as social change in China: Analyzing the literature. *International Journal of Production Economics*, 181, 289-302. doi: 10.1016/j.ijpe.2016.06.006

2. ARTIGO I - COLLABORATION PRACTICES IN THE FASHION INDUSTRY: ENVIRONMENTALLY SUSTAINABLE INNOVATIONS IN THE VALUE CHAIN

Artigo publicado no periódico Environmental Science and Policy

<https://doi.org/10.1016/j.envsci.2020.01.003>

3. ARTIGO II - FATORES ESG COMO OPORTUNIDADE ESTRATÉGICA AOS NEGÓCIOS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A PERCEPÇÃO DOS SHAREHOLDERS

Resumo: O desenvolvimento sustentável vem ganhando relevância no ambiente corporativo e os pilares ambiental, social e de governança (ESG) têm se destacado como viabilizadores deste processo, influenciando o relacionamento das empresas com seus stakeholders. Apesar disso, a literatura ainda carece de estudos voltados à geração de valor a partir dessa perspectiva. Neste contexto, esta pesquisa analisa o quanto a inserção dos fatores ESG tende a sustentar uma oportunidade estratégica para as organizações, ampliando sua capacidade de gerar valor e de mitigar impactos ocorridos por fatores do ambiente externo. Para isso, foi realizado um estudo exploratório com abordagem qualitativa a partir de um roteiro de perguntas aplicado em entrevistas com investidores pessoa física e profissionais do mercado financeiro. Os resultados demonstram que as Teorias de Shareholders e Stakeholders não são incompatíveis. Além disso, foi identificado que uma visão de valor que considera fatores ESG por parte dos acionistas gerada por um ambiente de negócios cada vez mais complexo possibilita uma complementação à Teoria dos Shareholders. O estudo ainda destaca a relevância do pilar de governança como suporte à geração de valor nos âmbitos ambiental e social nas companhias e como um driver de resiliência para o crescimento no longo prazo.

Palavras-chave: ESG, sustentabilidade, stakeholder, shareholder, resiliência.

3.1 INTRODUÇÃO

Ações relacionadas à sustentabilidade têm sido cada vez mais exploradas nos ambientes de negócios e, ao mesmo tempo, têm sido cada vez mais cobradas pela sociedade (Borges et al., 2020). De maneira geral, o desenvolvimento sustentável vem sendo endereçado há décadas a governos, como expresso pelo Relatório Brundtland em 1987, e mais recentemente às empresas geradoras de impactos sociais e ambientais negativos a partir da exploração de recursos além da capacidade de sustentação no longo

prazo. Ao mesmo tempo, a literatura traz a importância da sustentabilidade para o desenvolvimento de negócios: Romolini et al (2014) afirmam que é cada vez mais necessária a transparência por parte das empresas para ações de responsabilidade social; Lueg et al (2015) reforçam que ações socioambientais podem prevenir a geração de valor negativo; e Reverte (2012) aborda a ideia de que esse tipo de iniciativa pode diminuir o custo de capital das empresas.

A partir desse cenário, Caniato et al. (2012) apontam que as empresas devem utilizar a sustentabilidade como forma de sobreviver à competição e Wieland e Handfield (2013) afirmam que a colaboração com diferentes stakeholders pode auxiliar neste processo. Outros estudos contribuem com essa visão ao trazerem que, enquanto a maior parte das empresas ainda enxerga ações de sustentabilidade como respostas de *compliance* a pressões externas, algumas percebem o investimento como oportunidade estratégica para se diferenciarem dos concorrentes (Pedersen e Gwozd, 2014; Walsh e Dodds, 2017; Ioannou e Serafeim, 2019) e agregar valor à sua marca (Arranz et al., 2020; Kumar e Rodrigues, 2020). De forma complementar, práticas de responsabilidade corporativa desenvolvidas pelas empresas (Ferrell et al. 2019), que englobam temas sociais e ambientais principalmente, geram maior confiança do mercado na construção e sustentação da reputação das organizações (Park et al., 2014).

Nesse contexto, as boas práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) se tornam viabilizadoras do desenvolvimento sustentável nas empresas e têm tido sua visibilidade ampliada nos últimos anos (Wong et al, 2020; Alda, 2019; Nirino et al., 2021), principalmente no ambiente corporativo (Drempetic et al., 2020; Alsayegh et al., 2020). Teoricamente, fatores ESG abarcam questões ambientais, sociais e de governança contempladas por uma organização (Aouadi e Marsat, 2018; Durand et al., 2019).

Além de auxiliar a medir práticas de responsabilidade corporativa, a sigla ESG tem sido relacionada como critério para seleção de investimentos por parte dos shareholders (Singh, 2020; Chen e Yang, 2020). Alguns autores afirmam que empresas que têm maior foco em práticas ESG tendem a ter um desempenho de mercado melhor do que as demais que não focam em ESG (Alda, 2020; Wong et al., 2020). Estes resultados vêm chamando a atenção do mercado financeiro e dos investidores, que têm

incorporado de forma crescente estes aspectos em suas tomadas de decisão (Khan et al., 2016; Raimo et al., 2020). Ademais, estudos apontam para uma maior resiliência de empresas com foco em ESG (Broadstock et al., 2020; Gillian et al., 2021), sendo considerados ativos seguros em momentos de crises financeiras por focarem em resultados de longo prazo (Singh, 2020).

Por outro lado, em função de ser um tema recente, ainda existem dúvidas sobre a forma como os fatores ESG são utilizados no dia-a-dia de empresas e do mercado de investimentos. Ng e Rezaee (2020) apontam que os investidores tendem a prestar mais atenção às práticas ESG nas empresas que estão tendo desempenho abaixo do esperado pelo mercado e Drempetic et al. (2020) levantam dúvidas sobre como o desempenho em ESG é analisado pelos investidores ao verificar que empresas de grande porte e com mais recursos geralmente são melhor avaliadas em temas ESG. Nirino et al. (2021) apontam que as práticas ESG não conseguem mitigar os efeitos negativos gerados por controvérsias no desempenho financeiro das empresas, embora possam auxiliar a evitá-las, enquanto Chen e Yang (2020) verificaram uma reação exagerada dos acionistas a este tema. Conforme os pesquisadores, de maneira geral os investidores tendem a exibir uma resposta mais positiva do que o normal para boas notícias envolvendo empresas com melhores avaliações em ESG e um pessimismo maior para notícias ruins relacionadas a empresas com baixo desempenho em ESG.

A partir das questões apresentadas, as relações entre modelo de negócio e seus stakeholders devem ser discutidas. Neste contexto, os modelos de negócios que criam vantagem competitiva através de um valor superior para o cliente enquanto também contribuem para a sociedade como um todo considerando uma perspectiva sistêmica com um grupo mais amplo de stakeholders são chamados modelos de negócios sustentáveis (Stubbs e Cocklin, 2008; Lüdeke-Freund, 2010), ou seja, são capazes de alinhar a perspectiva de negócio e lucro aos interesses e a necessidade de criação de valor para todos os demais stakeholders (Bocken et al., 2014). Estes, por sua vez, de acordo com a Teoria de Stakeholders de Freeman (1984), são quaisquer indivíduos ou grupos que podem afetar ou serem afetados pela realização dos objetivos de uma organização. Mitchell et al. (1997) avançam no conceito ao discutir sobre a dificuldade de definir os limites de quem são os stakeholders de uma organização. Em função disso, apresentam

três atributos de stakeholders - poder, legitimidade e urgência - que, quanto mais presentes forem no relacionamento do indivíduo/grupo com a organização, maior será a sua saliência como stakeholder. A partir deste cenário, embora a Teoria de Shareholders busque a maximização dos lucros (Friedman, 1962), a posição moral de que seja possível também buscar o bem-estar dos stakeholders não acionistas ao mesmo tempo em que se gera o lucro (Mansell, 2013) ressalta a necessidade de que a referida concomitância de objetivos seja analisada na prática.

De forma suplementar, uma vez que o conceito de modelo de negócios pode ser compreendido como a forma pela qual uma organização cria, entrega e captura valor (Ries, 2011), esta pesquisa questiona se o foco em sustentabilidade e, mais recentemente, em fatores ESG, vem realmente criando, entregando e capturando valor para os negócios. Apesar de já existirem estudos que discutem os benefícios de alinhar a estratégia das empresas aos fatores ESG, pouco foi investigado sobre como o tema vem sendo percebido pelos shareholders (Alsayegh et al., 2020). Além disso, a partir do cenário de crise financeira provocado pela Pandemia do COVID-19 (Broadstock et al., 2020; Singh, 2020), o estudo analisa se o conceito central da Teoria dos Shareholders prevalece durante momentos de turbulência.

Na sua concepção seminal, a Teoria dos Shareholders orienta que a única responsabilidade social das empresas é buscar a maximização de seus lucros considerando as regras do jogo, que são as normas a que estão submetidas (Friedman, 1962). Esta abordagem não considera o relacionamento com os demais grupos de indivíduos inseridos no mesmo contexto em que a empresa gera este lucro e sem os quais possivelmente não haveria esta geração de valor. Diante disso, como sugerido por Tse (2011) e Alda (2019), é necessário ampliar a compreensão sobre os atuais critérios de decisão dos shareholders frente às possibilidades de investimento. Também se torna relevante entender como se dá o comportamento dos shareholders em ambientes práticos de negócios durante períodos de recessão. Tais análises possibilitam *insights* sobre o quanto as organizações em geral podem direcionar suas atenções para os demais grupos de stakeholders além dos acionistas durante situações de stress. Academicamente, portanto, se pretende contribuir com a literatura emergente sobre o papel dos acionistas nas práticas ESG e o quanto isso possibilita uma complementação do campo teórico da

Teoria dos Shareholders e suas relações e inter-relações com a Teoria dos Stakeholders. Na prática, o estudo busca analisar o quanto a inserção dos fatores ESG tende a sustentar uma oportunidade estratégica para as organizações, ampliando sua capacidade de gerar valor agregado e mitigando (ou não) impactos ocorridos por fatores do ambiente externo.

Para isso, foi realizado um estudo exploratório com abordagem qualitativa a partir de um roteiro de perguntas aplicado em entrevistas com investidores. Eles foram divididos em dois perfis: profissionais do mercado financeiro e investidores pessoa física, ambos os grupos formados por investidores do Brasil. Neste país, há um movimento acelerado de entrada de novos investidores pessoa física no mercado de ações: historicamente esse grupo era formado por um número estável de indivíduos e desde 2018 vem registrando crescimentos expressivos, chegando a 3,5 milhões de investidores em 2021 (Alvarenga, 2021). Neste sentido, se busca entender as diferentes dinâmicas entre os dois perfis, considerando os níveis de conhecimento e maturidade sobre o tema. Ao final, são reunidos e discutidos os resultados a partir dos temas propostos no roteiro e são apresentadas contribuições para a literatura sobre a Teoria de Shareholders, além de contribuições práticas sobre a condução da agenda ESG tanto para investidores quanto para gestores de empresas.

3.2 MÉTODO

Para analisar se o foco em sustentabilidade e em fatores ESG vem realmente criando, entregando e capturando valor para os negócios na perspectiva dos shareholders, foi realizado um estudo exploratório de abordagem qualitativa. A literatura recomenda que estudos de objetivo exploratório sejam empregados quando os pesquisadores desejam prover melhor compreensão sobre determinado problema (Gil, 2002). Também devem ser realizados quando os pesquisadores desejam conhecer relações-chave e variáveis que sirvam de subsídio para orientar estudos posteriores (Hair et al., 2010). Em geral, estudos de objetivo exploratório caracterizam-se por serem flexíveis e versáteis (Malhotra, 2009).

Como instrumento de coleta de dados, foram elaborados roteiros (Apêndice A) para a realização de entrevistas em profundidade. As entrevistas em profundidade apresentam como vantagens, em detrimento dos grupos focais, análises pessoais mais

aprofundadas e livre troca de informações sem que haja pressão social do grupo (Malhotra, 2009). Com relação à técnica de elaboração do roteiro, iniciou-se abordando o tema sustentabilidade relacionado à geração de valor aos stakeholders de forma ampla, afunilando posteriormente para a temática ESG (percepções, sustentação no longo prazo, riscos e resiliência). A Tabela 3 resume os temas de pesquisa utilizados para a formulação dos roteiros de entrevista.

Tabela 1 - Temas que orientaram a elaboração do roteiro de entrevista

Tema	Caracterização	Autores
Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders	Ações voltadas à sustentabilidade em tese geram valor tanto para shareholders quanto para os demais stakeholders	Horisch et al., 2014
		Mansell, 2013
		Tse, 2011
ESG: percepções e sustentação no longo prazo	Há um melhor desempenho dos investimentos com foco em ESG Investidores têm reações exageradas sobre o tema ESG não mitiga efeitos de controvérsias	Chen and Yang, 2020
		Nirino et al., 2021
		Broadstock et al., 2020
		Alda, 2020
ESG: riscos e resiliência	Há maior resiliência e mitigação de riscos financeiros nas organizações que focam em ESG	Broadstock et al., 2020
		Nirino et al., 2021
		Singh, 2020

Fonte: elaborado pelos autores.

Com relação aos sujeitos da pesquisa, definiu-se como população-alvo investidores brasileiros de empresas de capital aberto. Dentro deste perfil, foram identificados dois grupos que precisavam estar representados: (i) aqueles que são profissionais do mercado financeiro (PMF) e compram/vendem ações de empresas para seus clientes; e (ii) aqueles que são investidores pessoa física (IPF), ou seja, escolhem apenas ações que farão parte da sua própria carteira de investimentos. Estes dois perfis foram escolhidos em função da profundidade das justificativas que poderiam trazer às perguntas propostas. Em função do grupo PMF trabalhar diariamente com o mercado financeiro, em tese, haveria maior entendimento e maturidade nas respostas apresentadas do que o grupo IPF, que é caracterizado por ter uma ocupação que não está relacionada ao mercado financeiro. Ademais, há um movimento de crescimento e entrada de novos IPF no Brasil que reforça a necessidade de análise em perfis distintos: em abril de 2019 havia um milhão de investidores e em abril de 2021 já eram 3,5 milhões, formado majoritariamente por homens, com cerca de 73% do público (Alvarenga, 2021).

Quanto ao procedimento de amostragem, os sujeitos foram selecionados por julgamento. Assim, utilizou-se como filtro o tempo mínimo de um ano de experiência como agente do mercado financeiro ou como investidor lidando com negociação de ações de empresas de capital aberto. Os entrevistados foram selecionados inicialmente por conveniência a partir desses critérios, seguida pela técnica de bola de neve, em que um participante indica os próximos a serem entrevistados.

Relativo ao número de sujeitos amostrados, a coleta foi composta por sete PMF (todos trabalhando em diferentes empresas) e oito IPF, totalizando 15 entrevistados. Conforme Malhotra (2009), em pesquisas qualitativas, a importância dos elementos da amostra centra na compreensão que a mesma irá permitir das percepções, preferências e comportamento frente à determinada situação, e não na quantidade de elementos da mesma. De forma suplementar, Bauer et al. (2002) destacam que nas amostras de pesquisa qualitativa com número superior a 25 elementos podem ocorrer perdas de comentários significativos à resposta do problema que se está estudando. As entrevistas ocorreram de dezembro de 2020 a janeiro de 2021. Agendadas previamente pelo pesquisador, foram realizadas à distância a partir da plataforma Google Meet em decorrência dos protocolos sanitários implementados durante a pandemia da COVID-19.

Finalmente, considerando que os sujeitos do estudo puderam expressar livremente suas percepções frente aos tópicos levantados no roteiro, as transcrições realizadas produziram um amplo conjunto de dados que foi submetido a uma Análise de Conteúdo. Método desenvolvido dentro das ciências sociais empíricas onde, embora a maior parte das análises clássicas culminem em descrições numéricas de algumas características do *corpus* do texto, significativa atenção tem sido dada aos tipos, qualidades e distinções presentes nos dados coletados (Bauer et al., 2002). Portanto, realizar a análise de conteúdo significa utilizar um conjunto de técnicas de análise das comunicações a fim de se obter indicadores (quantitativos ou não) que possibilitem a inferência de conhecimentos (Bardin, 2011).

Para codificação e categorização do material textual decorrente das transcrições, fez-se um exame detalhado do discurso, sendo as transcrições lidas e relidas até que se tornassem familiares. Após, procedeu-se a separação e o isolamento de cada fração

significativa, as quais foram sendo codificadas. De acordo com Bauer (2002), um referencial de codificação constitui um conjunto de questões (códigos) com o qual o codificador trata os materiais e através do qual consegue respostas. Após a codificação, foi realizada a categorização. Para tanto, os pesquisadores utilizaram uma combinação do método dedutivo com o indutivo (Elo and Kyngas, 2007), caracterizado, portanto, como misto, no qual os grandes temas foram estabelecidos tendo por referência a pesquisa bibliográfica realizada, mas a categorização dos trechos nos conceitos-chave (códigos) foi gerada a partir da inferência e conhecimento prévio dos autores.

3.3 RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados gerados na coleta de dados realizada a partir de entrevistas em profundidade. Inicialmente, é caracterizada a amostra e, logo após, são apresentados os resultados a partir dos três temas abordados nas entrevistas.

3.3.1 Caracterização dos entrevistados

A amostra foi composta por 15 respondentes separados em dois perfis: sete PMF e oito IPF. Na Tabela 4, os perfis dos entrevistados são descritos a partir da separação entre os dois grupos. A amostra é balanceada entre gêneros e faixas etárias. Todos os entrevistados atendem ao requisito de experiência na função com 3 a 20 anos de experiência no grupo PMF e 1 a 20 anos no grupo IPF. As áreas profissionais são condizentes com o perfil do mercado financeiro no grupo PMF e para o grupo IPF a amostra é diversificada entre outros setores e ocupações.

Além das características apresentadas na Tabela 4, os entrevistados também foram questionados sobre (i) critérios de exclusão de empresas em suas carteiras, (ii) aspectos relevantes para escolha de ações e (iii) empresas consideradas referência em sustentabilidade (Tabela 5). Estas perguntas buscaram esclarecer o quanto os entrevistados estavam atentos aos fatores ESG para que fosse possível avançar às etapas seguintes do roteiro, que aprofundam a discussão no tema. Em geral, as respostas demonstram que os entrevistados reconhecem como relevantes os fatores ESG, com

maior foco em temas de Governança no grupo PMF e uma preocupação com temas Ambientais e Sociais no grupo IPF. Além disso, quando questionados sobre uma empresa que é referência em sustentabilidade, o nome mais citado nos dois grupos foi Natura, que de fato é reconhecida como tal (Oliveira et al., 2018; Pavez et al., 2020), o que reforça a sugestão de que os entrevistados estavam preparados para responderem os próximos blocos de perguntas.

Tabela 2 - Caracterização dos entrevistados

Grupo	Gênero	Idade (anos)	Experiência como PMF ou IPF (anos)	Formação acadêmica: área e nível (graduação, mestrado, etc)	Área de atuação / ocupação
PMF	M	26	4	Graduação em Administração	Gestor de Fundo
	F	29	4	Graduação em Administração	Gerente de Previdência Privada
	M	57	20	Graduação em Economia, pós-graduação em finanças	Gerente de Previdência Privada
	M	36	11	Graduação em Administração	Consultor de Investimentos
	M	46	20	Graduação em Administração	Gerente de Previdência Privada
	M	29	7	Graduação em Economia, certificação CFA	Gestor de Fundo
	M	29	3	Graduação em Economia	Consultor de Investimentos
IPF	M	45	2	Graduação em Administração	Empresário
	M	69	20	Graduação em Economia	Aposentado
	M	72	15	Graduação em Ciências Contábeis e Administração	Aposentado
	M	26	1	Graduação em Ciência da Computação	Desenvolvedor de sistemas
	F	33	1	Graduação em Engenharia de Produção e MBA em Finanças	Líder de Produção
	F	30	2	Graduação em Engenharia de Produção, Mestrado em Engenharia e MBA em Gestão de Negócios	Gerente de Projetos
	F	34	2	Graduação em Engenharia Florestal	Analista de Conformidade
	M	29	3	Graduação em Administração	Servidor Público

Fonte: elaborado pelos autores.

Tabela 3 - Perfil de comportamento no mercado financeiro

	Profissionais do Mercado Financeiro	Investidores Pessoa Física
Critérios de exclusão	corrupção (3 citações); baixa liquidez (3 citações); foco em ESG (3 citações); falta de respeito aos acionistas minoritários (2 citações); governança (2 citações)	preço alto da ação (3 citações); empresa com passivo ambiental (2 citações); setor de fumo (2 citações)
Aspectos relevantes pré-determinados	governança (7 citações)	resultado financeiro (7 citações)
Empresa referência em sustentabilidade	Natura (3 citações)	Natura (3 citações)

Fonte: elaborado pelos autores.

3.3.2 Resultados das entrevistas

Nesta seção, são descritos os resultados das entrevistas realizadas considerando os grandes temas investigados: (i) sustentabilidade e geração de valor aos stakeholders; (ii) ESG: percepções e sustentação no longo prazo; e (iii) ESG: riscos e resiliência.

3.3.2.1 Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders

A primeira questão do roteiro de entrevista buscou conhecer a opinião dos entrevistados com relação à geração de valor a partir de práticas sustentáveis implementadas pelas organizações. Especificamente, buscou-se conhecer se os sujeitos acreditam que o foco em ações de sustentabilidade promove valor para os acionistas e, também, para stakeholders não acionistas. Em linhas gerais, ambos grupos de entrevistados trouxeram percepções similares. Em relação à geração de valor para os acionistas, 6 PMF e 8 IPF entendem que sim, há geração de valor para os acionistas, enquanto 1 PMF e nenhum IPF afirmou o contrário. Relativo à geração de valor para os stakeholders não acionistas, 5 PMF e 8 IPF responderam que sim, gera valor, enquanto nenhum respondente afirmou o contrário, e apenas 2 PMF entendem que pode gerar valor dependendo da situação.

Sim, à medida que a sociedade começa a dar mais valor para essas coisas - relação indireta. Para stakeholders não acionistas: com certeza, porque impacta na sociedade - relação direta de impacto positivo. (PMF, M, 36 anos)

Acho que sim, porque quando a empresa investe em sustentabilidade vai sempre trazer marketing e atrai outros consumidores, traz receita e traz retorno para o investidor. Se investe em reaproveitamento de matéria-prima, logística reversa, isso também reduz custo e se traduz em resultado financeiro. Acho que sim também para os não acionistas. No geral traz um impacto positivo para todos. E se por exemplo você faz seu fornecedor se adaptar a práticas de sustentabilidade, o impacto positivo vai para a cadeia toda, para outras empresas na cadeia. (IPF, F, 30 anos)

Com base nas narrativas apresentadas pelos sujeitos, entende-se que a geração de valor está associada a adaptações no negócio via práticas sustentáveis que reduzem custos

e atraem clientes. Além disso, também pelo viés de adaptação, a geração de valor para acionistas e demais stakeholders acontece em função da diminuição de riscos ambientais e sociais. E, por fim, diversos respondentes também mencionaram que ações de sustentabilidade geram boa reputação à empresa que aplica seus conceitos.

A segunda questão do roteiro investigou se a busca da organização pelo bem-estar dos stakeholders não acionistas pode gerar algum tipo de conflito com os interesses dos investidores. De modo geral, não há um consenso entre os entrevistados com relação à essa possibilidade. O grupo PMF trouxe a percepção de que pode haver conflito em 4 respostas, enquanto o contrário foi verificado em 2 respostas. Adicionalmente, um respondente considerou as duas possibilidades. No grupo IPF, 4 respondentes afirmaram que pode haver conflito e outros 4 respondentes afirmaram que não deve haver conflito.

Pode gerar algum tipo de conflito. Em última análise o acionista visa o lucro. A empresa pode estar distribuindo um resultado financeiro (que iria para o acionista) para a comunidade por exemplo. (PMF, M, 57 anos)

É um pouco complicado porque o investidor quer resultado, e a empresa além do resultado financeiro precisa se preocupar com aspecto ambiental, social e nem todos os acionistas percebem isso, e a empresa tem que dosar e administrar essa situação. Se o investidor é investidor de S.A. materialista, ele não está muito preocupado com isso e pode ir para outras empresas se olhar só para resultado imediato. (IPF, M, 72 anos)

Não deve gerar conflito... se tiver uma política de ESG bem desenhada, onde direção e acionistas tenham conhecimento e transparência, não existe conflito. (PMF, M, 46 anos)

Não deveria gerar conflito. Tem que ser algo muito verdadeiro da empresa, deveria ser algo como se fosse a personalidade da pessoa, aí qualquer ação que a empresa faça para beneficiar esses não acionistas, os acionistas não vão ter surpresas nisso. (IPF, F, 34 anos)

Acho que não, só vejo aspectos favoráveis nas apresentações de empresas. A empresa não investe em sustentabilidade só por bonito, claro que a imagem

também é importante, mas isso acaba reduzindo custos, então é bom para o acionista também. Não vejo conflito. (IPF, M, 69 anos)

Uma empresa precisa ter o foco em dinheiro bem feito, bem aplicado para gerar um retorno para a sociedade e não em estar fazendo filantropia com o dinheiro do acionista. Se o acionista entender que essa relação está exagerada, pode gerar conflito. (PMF, M, 29 anos)

Qualquer ação focada em ESG tem que ser algo que a longo prazo se comprove eficiente. Se for caridade, o investidor vai fazer por caridade e não por investimento. Se essa caridade se demonstrar com retorno no longo prazo, acho que contribui. (IPF, M, 45 anos)

Neste ponto, as respostas foram bastante diversas. Em geral, o motivo dessa variação nas respostas pode ser justificado por haver dois tipos de acionistas: aqueles que priorizam o lucro no curto prazo e aqueles que focam no retorno no longo prazo. Em geral, os respondentes concordam que, considerando que essas ações geram um resultado positivo no longo prazo, não deveria existir conflito. Por outro lado, considerando o curto prazo, possivelmente haveria conflito com os interesses dos acionistas que buscam o retorno rápido, com um perfil mais imediatista. Além disso, entre os motivos para haver conflito está a ideia de que a empresa precisa ter clareza e consistência em fazer ações que beneficiam outros stakeholders, para que essas ações no futuro se tornem retorno sobre este investimento. Do contrário, este seria um dinheiro mal investido ou apenas caridade, o que não é o fim de uma empresa que visa lucro.

Na terceira questão, foi analisada a percepção dos entrevistados sobre a possibilidade de conciliação de interesses dos acionistas e dos stakeholders não acionistas em situações de crise financeira, como a ocasionada pela Pandemia da Covid-19. Nesta questão, os dois grupos foram favoráveis a ser possível conciliar os interesses dos acionistas e dos stakeholders não acionistas. No grupo PMF foram 5 respostas positivas e 2 negativas, enquanto no grupo IPF 7 respondentes afirmaram que sim, é possível conciliar os interesses e 1 respondeu que não.

É possível, tudo é uma balança e é importante analisar caso a caso. A empresa pode privilegiar um público e não maximizar o uso do recurso em detrimento dos acionistas, mas há maneiras de privilegiar os demais stakeholders sem gerar conflito com os acionistas. Retenção de talentos, saúde dos colaboradores, preocupação com a rede de fornecedores e clientes, tudo isso acaba gerando uma produtividade muito maior. (PMF, M, 57 anos)

Quando se compra, se toma o risco junto da empresa: isso é empreender. O acionista tem que entender quando essas crises acontecem. Outras crises já aconteceram recentemente, adversidades irão existir, mas o alinhamento de longo prazo precisa existir. Se estiver alinhado, vai ter resultado positivo no longo prazo, se não estiver, pode ter surpresas no caminho. (PMF, M, 26 anos)

Acaba tendo que sacrificar um pouco dos dois. Aí que começa a emergir a sustentabilidade na manutenção do negócio. Se a empresa pensar no longo prazo, consegue se manter ou ter um prejuízo menor que as outras num período de crise, mas acaba afetando um pouco dos acionistas e um pouco dos outros stakeholders. (IPF, M, 29 anos)

Considerando as explicações para esta pergunta, o entendimento da maioria é de que podem existir caminhos para conciliar os interesses de todos os stakeholders. Para que isso aconteça é importante que haja transparência e um alinhamento de expectativas entre os envolvidos. Na Tabela 6 os principais indicadores mapeados para percepção de geração de valor a partir da sustentabilidade estão listados.

3.3.2.2 ESG: Percepções e Sustentação no Longo Prazo

Este bloco de perguntas busca esclarecer se, entre os acionistas, o conceito ESG já está difundido e qual o entendimento sobre a sustentação do assunto no longo prazo. Este bloco de perguntas inicia questionando aos entrevistados se eles conhecem a sigla e como a definem. Sobre este conceito, pode-se ver que já existe conhecimento pelos profissionais que trabalham com investimentos (todos os entrevistados o conhecem e sabem explicá-lo), mas metade (4 respondentes) dos IPF ainda não conheciam o termo.

Tabela 4 - Resultado bloco Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders

Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders	Menções		
	Total	PMF	IPF
Sustentabilidade gera valor para			
Acionistas	14	6	8
Stakeholders não acionistas	13	5	8
Quando a organização busca contemplar o bem-estar dos stakeholders não acionistas, pode haver conflito com investidores	8	4	4
É possível conciliar interesses dos acionistas e não acionistas em situações de crise	12	5	7

Fonte: elaborado pelos autores.

Entendo como o caminho para um mundo que consiga se sustentar no longo prazo. Empresas vestindo a camisa para conseguir dar um retorno no longo prazo, pois as empresas conseguem virar essa chave, os governos não conseguem. (PMF, F, 29 anos)

São boas práticas de relacionamento e mitigação de impacto no meio ambiente, melhores práticas de governança (é o mais fácil porque é o assunto mais antigo) e da relação com funcionários, clientes e da sociedade em geral. É uma boa imagem que a companhia passa. Tem que ver se a empresa tem controles sobre esses assuntos. (PMF, M, 29 anos)

Sim, investi em um fundo de ações ESG recentemente, são empresas sustentáveis globalmente. Me passou uma impressão boa, mas por enquanto não tive muito retorno financeiro. Eu queria ter fé nesse assunto, pela política dessas empresas. (IPF, F, 33 anos)

Sim. Environment, social e governança. São empresas que focam em sustentabilidade, suas cadeias serem sustentáveis, elas serem também... (PMF, F, 30 anos)

O resultado mostra que o conceito ESG parece ser difundido entre os profissionais do mercado, mas talvez ainda não tenha chegado até o investidor pessoa física. Verificou-se também uma diferença nas abordagens sobre o tema entre os dois grupos. O grupo PMF parece estar mais consciente sobre o assunto, com respostas mais aprofundadas

sobre seus riscos e oportunidades. No grupo IPF, apenas a metade dos entrevistados sabe do que se trata o conceito e parece o conhecer de forma mais rasa. Este resultado está em linha com a expectativa inicial que motivou a separação entre os grupos, que considerava que o grupo PMF tivesse maior conhecimento sobre o tema do que o grupo IPF, o que demonstra que este perfil ainda tem um caminho para amadurecer no tema.

A segunda pergunta do bloco buscou esclarecer como cada entrevistado percebe o tema ESG no mercado de ações, como o comportamento dos acionistas vem evoluindo para este assunto e a perspectiva no longo prazo. A grande maioria dos PMF (6 respondentes) e todos os IPF acreditam que este tema terá cada vez mais importância no mercado de investimentos. Apenas um PMF afirmou que este assunto não tem relevância para o mercado.

Sustentabilidade de uma maneira geral vem aumentando, e há estímulos (novo mercado tem exigências) para que as empresas assumam mais compromisso dentro dessas questões ambiental, social e governança. Governança abrange diversos itens como as práticas contábeis, transparência, solidez em contratos, direitos dos acionistas, o grau de exigência nesse assunto é cada vez maior. No longo prazo será cada vez mais forte, o mercado entende com mais confiança e proporciona mais valor para o acionista. (IPF, M, 69 anos)

Acho que sim, tem vários fatores que dizem que vai ser válido, tem vários fundos de investimento nesse foco. Acho que isso vai ficar cada vez mais sendo exigido pelas pessoas, e vai crescer bastante no futuro e conseqüentemente os investimentos também. (IPF, F, 30 anos)

Vai crescer no longo prazo. Gestoras estão focando em fundos ESG, demanda está crescendo forte, até por isso tem empresas com falsos ESG que tentam surfar essa onda. Só tem que cuidar com quem não é ESG de verdade. (PMF, M, 29 anos)

Demanda é muito crescente, cada vez mais em alta. Questão ESG é mais inserida na cultura de investimento em países desenvolvidos, eles já procuram ESG num dos primeiros filtros, antigamente era um dos filtros no final, não era algo

excludente. (...) É algo que veio para ficar, tanto para investidor pessoa física quanto pessoa jurídica. Empresas ESG quando comparadas com os seus pares serão cada vez mais preferidas nas análises. (PMF, M, 36 anos)

Com base nas respostas apresentadas pelos entrevistados, há claramente uma visão otimista em relação ao tema, com uma demanda crescente e a ideia de que ele irá evoluir e se consolidar nos próximos anos. Há também a preocupação do tema se tornar mais robusto para evitar possíveis problemas de *greenwashing* que podem enviesar as avaliações dos investidores.

Na literatura há evidências de que o pilar ambiental poderia estar sendo mais valorizado do que os demais (social e governança) nas avaliações de investidores (Chen e Yang, 2020). Por isso, também foi questionado aos entrevistados se haveria uma maior relevância ou reação mais exagerada a um dos três pilares (ambiental, social e governança). Os dois grupos apresentaram resultados similares: entre os três pilares, Governança foi o mais mencionado: 3 vezes no grupo PMF e 4 vezes no grupo IPF, enquanto o pilar Ambiental foi mencionado 2 vezes no grupo PMF e 1 vez no grupo IPF, e o pilar Social 1 vez em cada grupo. Em função disso, não foram encontrados resultados que colaborem com a conclusão do estudo mencionado. Por outro lado, os entrevistados trouxeram nesta pergunta as primeiras evidências sobre a maior importância do pilar Governança, que será novamente abordado em questões posteriores. Na Tabela 7 resumem-se as principais variáveis mapeadas no que tange percepções sobre o conceito ESG e sua sustentação no longo prazo.

3.3.2.3 ESG: Riscos e Resiliência

O terceiro bloco do roteiro buscou conhecer a opinião dos respondentes sobre a relação de riscos e resiliência a partir de iniciativas focadas em ESG. A primeira pergunta do bloco questiona se esse tipo de iniciativa suaviza a ansiedade dos investidores e faz com que eles se sintam mais seguros em situações de crise. No grupo PMF, 4 respondentes e, no grupo IPF, 3 respondentes apresentaram resposta negativa a esta pergunta, ou seja, a maioria dos respondentes entende que esse tipo de ação não suaviza a ansiedade dos investidores nem faz com que eles se sintam mais seguros em situações de crise.

Tabela 5 - Resultado bloco ESG: Percepções e Sustentação no Longo Prazo

ESG: Percepções e Sustentação no Longo Prazo	Menções		
	Total	FMP	IND
O entrevistado conhece o conceito ESG	11	7	4
ESG é um tema com demanda crescente	14	6	8
Pilar mais relevante / reação exagerada a			
Governança	7	3	4
Ambiental	3	2	1
Social	2	1	1

Fonte: elaborado pelos autores.

Nenhum respondente no grupo PMF afirmou que práticas ESG suavizam a ansiedade dos investidores em situações de crise e 3 respondentes no grupo IPF afirmaram que se sentem mais seguros nesse tipo de situação em função de práticas ESG. Apesar disso, nos dois grupos, o pilar Governança foi mencionado espontaneamente como o único fator dentro do ESG que pudesse suavizar a ansiedade: 3 respondentes no grupo PMF e 2 no grupo IPF.

Não, em momentos de crise tudo derrete de forma igual e de forma irracional. (PMF, F, 29 anos)

Se investir em empresas com baixa governança, o risco é bem maior. Os ativos mais arriscados geram mais risco. Mas falando para fins de comparação a partir de empresas com volatilidades similares não vai ter diferença em termos de ansiedade se foca em ESG ou não. Quem dá a regra é o nível de governança e não necessariamente o ESG como um todo. (PMF, M, 29 anos)

Traz uma segurança, mas não seria um fator a que eu me prenderia muito. Na crise da pandemia mantive o investimento em algumas empresas em função da governança, porque eu sabia que elas eram empresas boas e decidi manter todo o valor, vou manter essas ações no longo prazo. (IPF, M, 26 anos)

Com base nas respostas apresentadas, entende-se que ações focadas em ESG como um todo não trazem mais segurança aos investidores em situação de crise. Apesar disso, novamente o pilar de Governança foi mencionado como uma sustentação

importante e, neste caso, foi mencionado como necessário para as empresas atravessarem momentos de crise, o que reforça o resultado encontrado na questão anterior.

Além da percepção sobre segurança, também foi questionado aos entrevistados se eles acreditam que um bom desempenho em ESG mitiga riscos financeiros em situações de crise. Um IPF e 2 PMF afirmou que não há mitigação em função desses fatores e 2 PMF não souberam responder à questão, mas a maioria (3 PMF e 7 IPF) afirma que sim, existe a mitigação. Porém, novamente, a maior parte das justificativas desta pergunta está ligada à boa gestão e governança das empresas.

Sim, mas não necessariamente por ESG, mas por serem empresas mais robustas, com uma estrutura mais preparada. (PMF, M, 26 anos)

Acho que não, não vejo relação. Talvez na parte de governança, mas provavelmente não. (PMF, M, 36 anos)

ESG tem um impacto marginal positivo, mas não é só isso que vai mitigar os riscos financeiros numa crise. Ex. empresa com poder de barganha, empresa menos endividada, tudo isso ajuda a mitigar os riscos financeiros durante uma crise. Governança acredito que contribui, mas ambiental e social é muito marginal. Boa prática ambiental é consequência de uma empresa sólida - aí tem uma correlação, mas não é situação de causa e efeito. E e S são focados no longo prazo, mas crise é situação de curto prazo, então não afetam. (PMF, M, 29 anos)

Uma empresa que tem essa preocupação tende também a ter um bom desempenho nos demais aspectos, em governança, então como um todo, não pelo aspecto só do ambiental, que pode até não mitigar tanto o risco, mas a empresa acaba sendo uma referência de que tem uma preocupação geral com o todo. (IPF, M, 69 anos)

Só o G (governança) mitiga, o resto não mitiga. (IPF, F, 33 anos)

Acho que sim. O fato da empresa ter um melhor desempenho de governança, sei que a empresa tem uma gestão correta, então ela adota práticas de prevenção, se prepara melhor para esses momentos. (IPF, M, 29 anos)

Nesta questão, o grupo PMF ficou bastante dividido entre as opiniões, enquanto o grupo IPF pareceu mais propenso a concordar que existe a mitigação de riscos em função de temas ESG. Apesar disso, ficou novamente evidente que um bom desempenho no pilar de governança consegue mitigar esses riscos na visão dos entrevistados, e não necessariamente em função de todos os três pilares ESG.

A última pergunta do roteiro questionou se haveria maior resiliência nas organizações que focam em ESG. Entre os dois grupos apenas um respondente do grupo IPF afirmou que não haveria relação entre resiliência e ESG. Todos os demais afirmaram que existe maior resiliência em empresas que focam em ESG. Os motivos para isso são exemplificados nas respostas a seguir.

Empresas com nível maior de ESG têm um nível maior de G, por isso sim são mais resilientes, conseguem sentir muito menos, conseguem se recuperar antes das outras. Na crise as empresas mais tradicionais são para onde se vai nesses momentos, com nível de risco menor. (PMF, M, 26 anos)

Sim... para entrar nesse tema tem um tempo para avançar, precisa de maturidade, então só aí já traz mais resiliência e prosperidade para o negócio. (PMF, F, 29 anos)

Sim, são mais resilientes. Empresas que adotam padrões ESG despertam maior interesse dos investidores, ele fica disposto a pagar um múltiplo maior. (...) Quanto mais a sociedade cobrar das empresas nesse sentido, ou a empresa muda ou ela quebra. A cadeia vai se ampliando, importante verificar todos os aspectos. (PMF, M, 57 anos)

Uma coisa é consequência da outra. Empresas resilientes acabam indo para o caminho de ESG. (PMF, M, 36 anos)

É uma consequência de ter maior robustez que leva as empresas a focarem também em ESG. As empresas mais resilientes tendem a ter melhores práticas ESG. No longo prazo faz sentido, no curto prazo é mais correlação do que causação. (PMF, M, 29 anos)

Elas têm maiores chances de viver. (...) Tem muito a ver com olhar um pouco adiante e não somente a necessidade imediata. (IPF, M, 72 anos)

Acho que sim. Elas têm um foco de se manter, se desenvolver, continuar trabalhando. Como estão inseridas na sociedade, querem dar esse retorno, se preocupam com o cliente. Se é de verdade, se não for algo só pra vender, vai ser mais resiliente sim, tem a ver com o foco no longo prazo. (IPF, M, 45 anos)

Sim, certamente, a resiliência é a capacidade de sofrer e conseguir se recuperar, capacidade de recuperação, acho que isso é primordial. Já vi empresas que estavam muito bem e sofreram um revés e não conseguiram se recuperar, principalmente por aspectos de governança. Por isso acho que a governança é o mais importante. (IPF, M, 69 anos)

Pelas percepções trazidas nesse questionamento, entende-se que grande parte das motivações traz a ideia de que empresas com melhor gestão acabam olhando mais para o longo prazo e por isso acabam focando em ESG. Neste sentido, tanto a resiliência quanto o foco em temas ESG surgem a partir da boa gestão e do preparo para o longo prazo. Na Tabela 8 são apresentados os números de citações que sustentam essas inferências.

Tabela 6 - ESG: Riscos e Resiliência

ESG: Riscos e Resiliência	Menções		
	Total	PMF	IPF
Práticas ESG não suavizam a ansiedade dos investidores em situações de crise	7	4	3
Um bom desempenho em temas ESG mitiga o risco financeiro durante a crise financeira. O principal motivo é:	10	3	7
ESG como um todo	3	0	3
Apenas pela Governança	5	3	2
Há maior resiliência nas organizações que focam em ESG. O principal motivo é:	14	7	7
Gestão e Governança	5	4	1
Visão de longo prazo	4	1	3
Cultura Corporativa	2	1	1

Fonte: elaborado pelos autores.

3.4 DISCUSSÃO

Esta pesquisa sugere que o acionista continua buscando gerar o máximo de lucro possível ao mesmo tempo em que não apenas considera, mas cada vez mais se preocupa com as regras do jogo em função de um cenário cada vez mais complexo que as empresas encaram, seja por falta de legislação definitiva para temas emergentes como o ESG, ou novos ambientes de negócios. Neste sentido, preocupações com práticas de governança corporativa se tornam cada vez mais presentes para a decisão acerca de investimentos. Teoricamente, governança corporativa diz respeito ao sistema por entre o qual se dirige, monitora e incentiva processos, englobando os relacionamentos do ambiente corporativo organizacional interno e externo (Dai et al., 2015). Tal habilidade favorece a integração, elaboração e reconfiguração de competências, proporcionando um clima dinâmico e alinhado às demandas de distintos stakeholders (Chang, 2016; Globocnik et al., 2020). Boas práticas de governança produzem recomendações objetivas, conciliando interesses a fim de preservar e otimizar valor econômico, estratégia ambiental proativa e responsabilidade corporativa com o bem-estar social (Huang et al., 2016; Liao and Tsai, 2018; Liu and Yan, 2018; Chen and Liu, 2019).

Na visão dos investidores entrevistados, as organizações precisam assumir responsabilidades além da sua atividade principal para que, no futuro, possam gerar o máximo de lucro aos acionistas. Um dos exemplos trazidos foi de uma empresa de varejo com uma cadeia de fornecimento altamente pulverizada. Visando facilitar acesso a capital de giro em momento crítico ocasionado pela pandemia do Coronavírus, a empresa abriu uma linha de crédito para seus fornecedores. Considerando uma visão de curto prazo, esta ação poderia ser encarada como benevolência e, nesse caso, a empresa não estaria cumprindo seu papel de gerar o máximo de lucro possível ao acionista. Porém, a partir de uma visão de manutenção da cadeia de fornecimento, que é um ativo relevante considerando o modelo de negócio de varejo, no longo prazo a ação pode significar até mesmo a sobrevivência da própria empresa. Um segundo exemplo trazido pelos entrevistados refere-se aos investimentos em transição para fontes de energia renováveis. Em um curto horizonte de tempo, a compra de equipamentos gera custos extras, que prejudicam os lucros dos acionistas. Porém, este investimento diminui os custos no longo prazo, além de ser uma prática ambientalmente sustentável.

Com isso, os negócios têm buscado assumir responsabilidades diferentes da geração de lucro diretamente e buscando o bem-estar de outros stakeholders pela visão de que essas ações podem gerar vantagem competitiva e lucro no futuro. Pela visão dos entrevistados, essas ações não seriam custos que prejudicariam lucros dos acionistas; por outro lado, essas ações também não assumem um papel moral de focarem diretamente no bem-estar das demais partes interessadas, como postulado pela Teoria dos Stakeholders. Encaradas pela lente do ESG, percebe-se que os investidores consideram que essas ações devem conectar o bem-estar dos stakeholders com o lucro ao acionista de maneira que faça sentido para o negócio numa visão de geração de retorno sobre o investimento aplicado aos demais stakeholders. Mesmo em situações de crise financeira, como a alavancada pela Pandemia do Coronavírus, os investidores entrevistados compreendem a relevância da governança entre os interesses de todos os stakeholders para que haja geração de resultado a médio e longo prazo.

Infere-se, portanto, que o foco em sustentabilidade e, mais recentemente, em fatores ESG, vem realmente criando, entregando e capturando valor para os negócios, pelo menos de acordo com a visão dos investidores. Para além da visão de lucros no curto prazo, os investidores entrevistados compreendem que práticas ESG tendem a sustentar a médio e longo prazo o lucro, tendo em vista a minimização de vulnerabilidades e geração de novas oportunidades de negócio. Entretanto, embora a percepção dos entrevistados permita inferir que aspectos epistemológicos apresentados por Friedman na Teoria dos Shareholders estejam sendo complementados em função desta nova visão de geração de valor, por outro lado, o papel moral de focar diretamente no bem-estar das partes interessadas, publicizado pela Teoria dos Stakeholders, não é discurso recorrente nas falas analisadas.

Diante do exposto, este estudo reafirma o ponto trazido por Mansell (2013) de que a Teoria dos Shareholders e a Teoria dos Stakeholders não conflitam. Na realidade, em linha com a necessidade apontada por Tse (2011) e pelo próprio Mansell (2013), os resultados obtidos sugerem que as duas teorias se complementam na prática. Os discursos analisados apontam que o bom relacionamento da empresa com todos os seus stakeholders passou a atrair a atenção dos acionistas. A ideia central deixou de ser focada apenas na geração direta do lucro ao acionista e passou a contemplar a geração de valor

decorrente de práticas da empresa em todo o ecossistema no qual está inserida. Conforme descrito nas entrevistas, o bom relacionamento com todos os públicos influencia em maior resiliência e boa reputação, e, por fim, tende a gerar perspectiva de lucro no longo prazo.

Além disso, este estudo traz elementos que complementam a Teoria dos Shareholders ao permitir inferir que a geração do máximo lucro possível não é a única, como afirmado de forma seminal por Friedman, mas a principal responsabilidade social dos negócios. Nesse sentido, os próprios investidores enxergam ações focadas em ESG como viabilizadores para a obtenção de lucro no longo prazo, mesmo que para isso a empresa precise assumir outras responsabilidades intermediárias e viabilizadoras a fim de garantir essa principal (e não única) responsabilidade social (geração do máximo lucro possível). Em resumo, esta pesquisa apresenta como pontos de aprimoramento da Teoria dos Shareholders: (i) a ideia de que, em função de um ambiente de negócios cada vez mais complexo, as regras do jogo se tornam cada vez menos claras; (ii) por isso, empresas vêm assumindo outras responsabilidades além da geração direta de lucro; e (iii) na visão do acionista, esse posicionamento é positivo, desde que essas ações se tornem lucrativas no longo prazo.

Em relação às possíveis diferenças relacionadas ao perfil dos investidores entrevistados, verificou-se que o grupo PMF trouxe respostas mais aprofundadas sobre o conceito de ESG, bem como seus riscos e oportunidades, do que o grupo IPF, o que sugere que existe oportunidade para amadurecimento da temática neste último grupo. De forma complementar, também é necessário discutir o fato de que a maioria dos investidores entrevistados destacaram que ainda enfrentam dificuldades para calcular o retorno sobre investimentos em temas ESG. Há necessidade de que métricas sejam estabelecidas e padronizadas para que eficiência, lucratividade e alinhamento com o negócio possam ser demonstrados no longo prazo. Os entrevistados mencionaram que, em muitos casos, ainda é difícil distinguir quais empresas têm uma atuação consistente em ESG das demais em função de falta de medidas claras para o tema. Portanto, é necessário o estabelecimento de um conjunto de indicadores padronizado e amplamente difundido. De maneira geral, os investidores estão atentos ao uso exagerado de selos e índices pelas empresas com o objetivo de passar uma boa imagem aos acionistas, pois nem sempre essas ferramentas garantem uma preocupação genuína com temas ESG. Por ser um tema relativamente novo

no mercado financeiro, ainda há muito a ser desenvolvido e regulamentado, por isso a atenção a estes aspectos tanto por parte dos investidores quanto pelas próprias empresas se faz necessária a fim de evitar controvérsias. Ainda, apesar dos entrevistados apontarem que o investidor com foco apenas no lucro, com perfil mais especulativo, não vai deixar de existir, eles entendem que há um movimento geral de preocupação com a reputação das empresas em que investem, um olhar mais atento às boas práticas ESG, mesmo que isso implique fazer concessões no curto prazo que garantam a longevidade da empresa no futuro.

Finalmente, comparando os resultados obtidos com outras pesquisas desenvolvidas sobre o tema, algumas divergências e outras convergências foram mapeadas. A respeito de riscos, Broadstock et al (2020) afirmam que um bom desempenho em ESG mitiga riscos durante crises financeiras. Este estudo, por outro lado, traz a ideia de que o ESG como um todo não mitiga os riscos financeiros, mas que uma boa governança é necessária para as empresas atravessarem momentos de crise com maior segurança. Ainda sobre este tema, Nirino et al. (2021) afirmam que as iniciativas em ESG não devem servir como forma de mitigação de controvérsias, mas como meios para evitar que esses eventos negativos aconteçam. Esta pesquisa contribui com essa percepção de que práticas ESG possam evitar controvérsias, e complementamos com a ideia de que empresas que têm boas práticas ESG possivelmente terão maior resiliência para sobreviver a crises e perdurar no longo prazo em função de serem empresas mais robustas e com uma gestão mais preparada para isso. Ademais, a literatura traz evidências de que o pilar ambiental poderia estar sendo mais valorizado do que os demais (social e governança) nas avaliações de investidores (Chen e Yang, 2020). Nesta pesquisa, não foram encontrados resultados que corroborem com o estudo mencionado e, por outro lado, identificou evidências de que o pilar governança é o mais valorizado na percepção dos investidores entrevistados.

3.5 CONCLUSÃO

Este estudo abordou o conceito ESG no relacionamento das empresas com seus stakeholders a partir da visão de investidores. Ele também mostra como as estratégias

podem se adaptar para evitar riscos e gerar resiliência dos negócios no longo prazo a partir de uma abordagem nos pilares ambiental, social e governança. As limitações do estudo são relativas aos possíveis vieses de seleção dos respondentes e das informações coletadas nas entrevistas, bem como o tamanho reduzido da amostra de entrevistados e a circunscrição geográfica do estudo.

Em relação a pesquisas futuras, sugerem-se dois pontos para serem abordados: o primeiro deles é a necessidade de pesquisas quantitativas que possam validar os resultados encontrados a partir de uma amostra significativa de investidores pessoa física e profissionais do mercado financeiro. O segundo tema trata sobre um dos pontos mais discutidos nos resultados encontrados: o peso do pilar Governança no conceito de ESG.

REFERÊNCIAS

Alda, M. (2019). Corporate sustainability and institutional shareholders: The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1060-1071.

Alda, M. (2020). ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream? *Finance Research Letters*, 36, 101313.

Alsayegh, M.F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. *Sustainability*, 12, 3910. doi: 10.3390/su12093910

Alvarenga, D. (2021). Bolsa brasileira atinge marca de 3,5 milhões de investidores pessoas físicas. Retrieved 18 april 2021 from: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/04/06/bolsa-brasileira-atinge-marca-de-35-milhoes-de-investidores-pessoas-fisicas.ghtml>

Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047. doi: 10.1007/s10551-016-3213-8

Arranz, N., Arroyabe, M., Li, J., & Fernandez de Arroyabe, J. C. (2020). Innovation as a driver of eco-innovation in the firm: An approach from the dynamic capabilities theory. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1494-1503.

Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. São Paulo: Edições 70.

Bauer, M. W., & Gaskell, G. (2002). *Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático*. Petrópolis: Vozes.

Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2014). A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes. *Journal Of Cleaner Production*, 65, 42-56. doi: 10.1016/j.jclepro.2013.11.039

Broadstock, D., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X. (2020). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. doi: 10.1016/j.frl.2020.101716

Brundtland, G. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. United Nations General Assembly document.

Caniato, F., Caridi, M., Crippa, L., & Moretto, A. (2012). Environmental sustainability in fashion supply chains: An exploratory case based research. *International Journal of Production Economics*, 135. doi: 10.1016/j.ijpe.2011.06.001

Chen, H., & Yang, S. (2020). Do Investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101407. doi: 10.1016/j.pacfin.2020.101407.

Chen, J., & Liu, L. (2019). Customer participation, and green product innovation in SMEs: The mediating role of opportunity recognition and exploitation, *Journal of Business Research*, 119, 151-162. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.033>.

Dai, L., Parwada, J.T., & Zhang, B. (2015). The Governance Effect of the Media's News Dissemination Role: Evidence from Insider Trading. *Journal of Accounting Research*, 53: 331-366. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12073>

Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167. doi: 10.1007/s10551-019-04164-1

Durand, R., Paugam, L., & Stolowy, H. (2019). Do investors actually value sustainability indices? Replication, development, and new evidence on CSR visibility. *Strategic Management Journal* 40 (9), 1471–1490.

Elo, S., & Kyngas, H. (2008). The qualitative content analysis process. *Journal of Advanced Nursing* 62(1), 107–115. doi: 10.1111/j.1365-2648.2007.04569.x

Ferrell, O.C., Harrison, D.E., Ferrell, L., & Hair, J.F., (2019). Business ethics, corporate social responsibility, and brand attitudes: an exploratory study. *Journal of Business Research* 95, 491–501.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston, MA: Pitman.

Freeman, R. E., Pierce, J., & Dodd, R. H. (2000). *Environmentalism and the new logic of business. How firms can be profitable and leave our children a living planet*. Oxford, England: Oxford University Press.

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: The University of Chicago Press.

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4^a ed., São Paulo: Atlas.

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 101889.

Globocnik, D., Rauter, R., & Baumgartner, R.J. (2020). Synergy or conflict? the relationships among organisational culture, sustainability-related innovation performance, and economic innovation performance. *International Journal of Innovation Management*, 24. <https://doi.org/10.1142/S1363919620500048>

Hair, J.F. (2009). *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*. Upper Saddle River: Prentice Hall.

Horisch, J., Freeman, E., & Schaltegger, S. (2014). Applying Stakeholder Theory in sustainability management: links, similarities, dissimilarities, and a conceptual framework. *Organization & Environment*, 27(4) 328 - 346. doi: 10.1177/1086026614535786

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). *Corporate sustainability: A strategy?*. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, (19-065).

Junsheng, H., Masud, M.M., Akhtar, R., & Rana, M.S. (2020). The Mediating Role of Employees' Green Motivation between Exploratory Factors and Green Behaviour in the Malaysian Food Industry. *Sustainability* 12, 509. <https://doi.org/10.3390/su12020509>

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016) *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*. *Account. Rev.* 2016, 91, 1697–1724

Kumar, M., & Rodrigues, V. S. (2020). Synergetic effect of lean and green on innovation: A resource-based perspective. *International Journal of Production Economics*, 219, 469-479.

Liao, Y.C., & Tsai, K.H. (2018). Bridging market demand, proactivity, and technology competence with eco-innovations: The moderating role of innovation openness. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 553–563. <https://doi.org/10.1002/csr.1710>

Liu S., & Yan M.R. (2018). *Corporate Sustainability and Green Innovation in an Emerging Economy - An Empirical Study in China*. *Sustainability*, 10(11), 3998. <https://doi.org/10.3390/su10113998>

Lüdeke-Freund, F. (2010). *Towards a conceptual framework of business models for sustainability*. Delft, The Netherlands.

Lueg, R., Pedersen, M., & Clemmensen, S. (2015). The Role of Corporate Sustainability in a Low-Cost Business Model – A Case Study in the Scandinavian Fashion Industry. *Business Strategy and the Environment*, 24, 344 - 359. doi: 10.1002/bse.1825.

Malhotra, N.K. (2009). *Review of Marketing Research*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley.

Mansell, S. (2013). Shareholder Theory and Kant's 'Duty of Beneficence'. *Journal of Business Ethics*, 117, 583 - 599. doi: 10.1007/s10551-012-1542-9

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853.

Ng, A., & Rezaee, Z. (2020). Business sustainability factors and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101688. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101688

Nirino, N., G Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting & Social Change*, 162, 120341. doi: 10.1016/j.techfore.2020.120341

Oliveira, A., Sokulski, C., Batista, A., & Francisco, A. (2018). Competencies for sustainability: A proposed method for the analysis of their interrelationships. *Sustainable Production and Consumption*, 14, 82-94. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2018.01.005>

Park, J., Lee, H., & Kim, C. (2014). Corporate social responsibilities, consumer trust and corporate reputation: South Korean consumers' perspectives. *Journal of Business Research* 67 (3), 295–302.

Pavez, I., Kendall, L., & Laszlo, C. (2020). Positive-impact companies: Toward a new paradigm of value creation. *Organizational Dynamics*. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2020.100806>

Pedersen, E., & Gwozdz, W. (2014). From Resistance to Opportunity-Seeking: Strategic Responses to Institutional Pressures for Corporate Social Responsibility in the Nordic Fashion Industry. *Journal of Business Ethics*, 119, 245 - 264. doi: 10.1007/s10551-013-1630-5

Raimo, N., de Nuccio, E., Giakoumelou, A., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2020). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*.

Reverte, C. (2012), The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, 253-272. doi: 10.1002/csr.273

Ries, E. (2011). *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*. New York: Crown Business.

Romolini, A., Fissi, S., & Gori, E. (2014). Scoring CSR Reporting in Listed Companies – Evidence from Italian Best Practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(2). doi: 10.1002/csr.1299

Singh, A. (2020). COVID-19 and safer investment bets. *Finance Research Letters*, 36, 101729. doi: 10.1016/j.frl.2020.101729

Tse, T. (2011). Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 51 - 63. doi: 10.1108/17554171111124612

Wieland, A., & Handfield, R. (2013). The Socially Responsible Supply Chain: An Imperative for Global Corporations. *Supply Chain Management Review*, 17.

Wong, W., Batten, J., Ahmad, A., Mohamed-Arshad, S., Nordin, S., & Adzis, A. (2020). Does ESG certification add firm value?. *Finance Research Letters*. 39. 101593. 10.1016/j.frl.2020.101593.

Walsh, P. R., & Dodds, R. (2017). Measuring the choice of environmental sustainability strategies in creating a competitive advantage. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 672-687.

4 ARTIGO III - PROPOSTA DE VALOR COMO ASPECTO DE TRANSIÇÃO DE NEGÓCIOS CONVENCIONAIS PARA SUSTENTÁVEIS

Resumo: Um dos aspectos fundamentais de modelos de negócios é a proposta de valor. Para empresas que buscam práticas sustentáveis, ou seja, consideram o *triple bottom line*, o conceito também desempenha a função de diferenciá-las de negócios que focam apenas no pilar econômico. Este estudo endereça esta questão para entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor sustentável, o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam e se são capazes de mensurar os seus benefícios. Para isso, o estudo segue uma abordagem exploratória, a partir de revisão da literatura, estudos de casos de empresas com iniciativas sustentáveis e análise via *flexible pattern matching*. Os resultados demonstram, a partir da comparação entre teoria e prática, que, apesar de haver iniciativas de sustentabilidade nas empresas, há dificuldade em comunicar seus avanços através de suas propostas de valor e que os negócios que buscam a sustentabilidade vivem uma transição contínua de negócio convencional para sustentável. Além disso, são apresentados os aspectos de valor e da estrutura de modelos de negócio que influenciam nessa transição.

Palavras-chave: proposta de valor, sustentabilidade, modelo de negócio, stakeholder.

4.1 INTRODUÇÃO

O aumento do consumo de recursos naturais e os efeitos das mudanças climáticas que ocorrem ao redor do mundo demonstram que o modelo atual de produção e consumo não reflete a definição de desenvolvimento sustentável: aquele capaz de atender as necessidades da geração atual sem comprometer a capacidade das futuras gerações de atenderem as suas próprias necessidades (Nações Unidas, 1987). Em função disso, as empresas estão sendo responsabilizadas pelos impactos sociais e ambientais causados pelos negócios existentes (Patala et al., 2016), o que torna cada vez mais evidente que o *business as usual* não seja possível para um futuro sustentável (Bocken et al., 2014).

Por isso, diversas empresas buscam se adaptar a este novo cenário voltado ao desenvolvimento sustentável, sendo que a maioria delas foca principalmente em melhorias de eficiência em tecnologias já existentes e poucas se concentram em fatores tão importantes quanto, como por exemplo modelos de negócios que estimulem o consumo consciente (Baldassare et al., 2017). Ao se utilizarem apenas de processos tradicionais de melhorias, as empresas continuam a visar majoritariamente o crescimento do negócio e metas financeiras (Ehrenfeld, 2009), gerando dificuldades para que os modelos de negócios convencionais se adaptem ao ambiente competitivo cada vez mais complexo (Nosratabadi et al., 2019) e conseqüentemente não atingindo os níveis de mudança necessários para combater os desafios no tema (Baldassare et al., 2017). Para que sejam gerados avanços profundos e efetivos, é necessária uma maior integração de aspectos ambientais e sociais na forma de fazer negócios e nas práticas de inovação (Boons et al., 2013; Todeschini et al., 2017; Lüdeke-Freund, 2019).

Ao mesmo tempo, é crescente a demanda no mercado por soluções sustentáveis (Zhang e Zhu, 2019), o que gera a necessidade de que as empresas formulem novas estratégias (Zhu e Sarkis, 2016) para gerarem vantagem competitiva a partir dessa perspectiva. Em negócios convencionais, o sucesso em geral é avaliado pelo desempenho econômico (Upward e Jones, 2016; Ehrenfeld, 2009). Porém, para negócios voltados à sustentabilidade, existe a necessidade de uma visão de valor que abranja também objetivos sociais e ambientais que garantam o equilíbrio entre todas as partes interessadas (Bocken et al., 2013).

Para isso, os modelos de negócios sustentáveis são aqueles que criam esta vantagem competitiva através da entrega de valor superior para o cliente, ao mesmo tempo que contribuem para o desenvolvimento sustentável tanto da empresa quanto da sociedade e preservam o meio ambiente (Garetti e Taisch, 2012). Além disso, os modelos de negócios sustentáveis alinham os interesses de todos os grupos de stakeholders e consideram o meio ambiente e a sociedade também como principais partes interessadas (Stubbs e Cocklin, 2008). Os benefícios de um modelo de negócio sustentável estão relacionados a soluções mais completas e que tendem a durar no longo prazo, gerando oportunidades de melhorias na forma como uma empresa cria, entrega e captura valor (Baldassare et al., 2017).

O aspecto fundamental de um modelo de negócio sustentável é a proposta de valor sustentável, mensagem do negócio sobre o valor econômico, mas também sobre os benefícios ambientais e sociais entregues para os clientes e demais stakeholders (Patala et al., 2016). Além de considerar lucros de curto prazo como captura de valor em modelos de negócios convencionais (Madden, 2017), na proposta de valor sustentável é importante que haja sustentabilidade de longo prazo, fornecendo valor socioambiental mensurável em conjunto com o valor econômico e permitindo a criação simultânea de valor para várias partes interessadas (Ballantyne et al., 2011; Boons e Lüdeke-Freund, 2013; Bocken et al., 2014). Por isso, conforme as preocupações da sociedade com os temas de sustentabilidade se tornam cada vez mais evidentes, as empresas, além de adaptarem seus modelos de negócio a esta nova configuração, precisam também entregar e comunicar o valor sustentável a partir de suas propostas de valor, o que pode se tornar desafiador considerando que estes modelos de negócio não focam apenas na empresa, mas sim em uma perspectiva de rede de valor mais ampla, capturando valor econômico, social e ambiental para seus stakeholders (Sommer, 2012; Manninen et al, 2018; Bocken et al., 2013).

A partir desse entendimento, pressupõe-se que as questões socioambientais relacionadas a um negócio não são resolvidas de maneira isolada dentro da empresa, mas sim a partir de toda a rede de atores envolvidos com o negócio. Stubbs e Cocklin (2008) afirmam que o valor criado por modelos de negócios sustentáveis não pode ser entregue ao cliente sem criar valor também para outras partes interessadas, pois o negócio é conduzido também por sua rede de stakeholders. Na mesma linha, Zott et al. (2011) consideram que o modelo de negócio se estende além da própria organização, incluindo também seus principais stakeholders. Além disso, a partir da *service-dominant logic* (Vargo e Lusch, 2004) o cliente participa da criação de valor do negócio, que é avaliada por ele a partir do compartilhamento e integração de recursos com a empresa, principalmente suas competências e conhecimentos. Assim sendo, a empresa não gera valor para o cliente, mas sim com o cliente (Ballantyne et al., 2011), a partir da ideia de que a colaboração entre as partes aumenta a confiança e se torna fundamental para relacionamentos de longo prazo, principalmente em contextos que envolvem diversos atores, como nos casos de modelos de negócios sustentáveis: formados por uma ampla

rede de stakeholders (Zott et al., 2011) e que visam o relacionamento entre as partes no longo prazo (Freeman, 2010; Horisch et al., 2014).

Considerando o fato de que as empresas têm sido cada vez mais responsabilizadas por seus impactos socioambientais, é importante que elas comuniquem, além do valor econômico, também os benefícios ambientais e sociais que elas oferecem (Patala et al., 2016). Para isso, alguns desafios são enfrentados pelas empresas: o conceito de proposta de valor geralmente inclui fatores em que o valor direto é difícil de ser calculado (Skalén et al., 2015). Além disso, há evidências de que, na prática, o conceito de proposta de valor de forma ampla e sistêmica não é totalmente compreendido pelas empresas (Ballantyne e Williams, 2008) e de que as empresas muitas vezes ignoram os principais processos de relacionamento para conseguir gerar soluções que atendam às necessidades dos clientes (Tuli et al., 2007). O termo, apesar de ser usado por grande parte das empresas, é desenvolvido e comunicado de forma contínua apenas pela minoria dos negócios (Payne et al., 2017). Por fim, um último desafio está relacionado à dificuldade do cliente em entender a proposta de valor sustentável a partir da incapacidade das empresas em entregar e comunicar este valor (Ramirez et al., 2014).

Esta pesquisa endereça, portanto, questões relacionadas às atividades de negócios sobre as suas propostas de valor voltadas à sustentabilidade. Para tanto, busca entender se as empresas compreendem o conceito, o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e, finalmente, analisa se as mesmas conseguem mensurar os benefícios de suas propostas de valor sustentável. Para isso, o estudo segue uma abordagem exploratória, conduzido a partir de revisão da literatura, estudos de casos de empresas com iniciativas sustentáveis e análise via abordagem *flexible pattern matching*.

A pesquisa se organiza da seguinte forma: inicialmente é apresentada uma revisão de literatura sobre modelos de negócio, proposta de valor sustentável e relacionamento com stakeholders. Após a revisão, é descrito o método empregado para o desenvolvimento do estudo, incluindo criação de ferramenta para aplicação das entrevistas, estudos de casos e análise via *flexible pattern matching approach*. Na sequência, são apresentados os resultados da pesquisa. Por fim, se discutem as

implicações teóricas e práticas do estudo, além das limitações da pesquisa e sugestões de estudos futuros.

4.2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção, são apresentados os principais conceitos da pesquisa, isto é, proposta de valor sustentável e as atividades de negócio relacionadas. Para isso, são apresentadas também definições de modelo de negócio, que funciona como sustentação para a proposta de valor, e a conexão desses conceitos com o relacionamento com stakeholders. Considerando os objetivos da pesquisa, a seção está dividida em dois blocos: o primeiro tendo como base a concepção de modelos de negócio e proposta de valor de maneira ampla (que posteriormente são chamados convencionais como forma de diferenciação) e na sequência os conceitos são desdobrados pela visão de modelos de negócio sustentáveis, proposta de valor sustentável e o relacionamento com stakeholders, aspecto fundamental dessa abordagem.

4.2.1 Modelo de Negócio e Proposta de Valor

Um modelo de negócio apresenta como uma organização cria, entrega e captura valor (Osterwalder e Pigneur, 2010). Na visão de Chesbrough e Rosenbloom (2002), ele faz a mediação entre o desenvolvimento de uma tecnologia e a realização de seu valor econômico. De acordo com Teece (2010) o modelo de negócio organiza a estrutura lógica e evidências que suportam uma proposta de valor para o cliente e a estrutura de receitas e custos para a empresa que entrega esse valor. Nessa definição, há três principais componentes: a proposta de valor (o que a empresa oferece para entregar valor ao cliente), o sistema de criação e entrega de valor (como a empresa entrega a proposta de valor a seus clientes) e a captura de valor (como a empresa obtém lucro com a entrega da proposta de valor). Tais componentes devem refletir a lógica da estratégia da empresa, que tem como essência tanto a criação de valor para os clientes quanto a captura de valor superiores às dos concorrentes (Richardson, 2008).

Nessa estrutura é apresentado o conceito de proposta de valor, que é uma oferta de valor entregável aos clientes e deve ser superior à dos concorrentes (Bower e Garda, 1985; Lanning e Michaels, 1988). As características de um produto ou serviço oferecido por um negócio devem torná-lo mais valioso e aumentar a utilidade e satisfação para o cliente quando comparado ao produto ou serviço de um concorrente - nessa situação, o mais valioso é aquele que apresentar a maior utilidade e o maior valor para o cliente (Chiavenato, 2010). De maneira geral, a partir dessa visão, a estratégia da empresa é demonstrada pela proposta de valor, sendo então uma promessa de como ela atenderá o cliente (Anderson et al., 2006).

As definições de modelo de negócio e proposta de valor apresentam preponderantemente a relação empresa - cliente, com o objetivo de satisfazer as necessidades do cliente e gerar retorno à empresa (Bocken et al., 2014). Lambert (2012) afirma que o valor criado para os clientes é mais importante do que outras formas de criação de valor, pois é apresentado como base do modelo de negócio. Além disso, apesar de serem identificados também outros atores na estrutura do modelo de negócio (como por exemplo parceiros em Osterwalder e Pigneur, 2010), a visão de stakeholders é apresentada como complemento a partir dos fluxos de valor entre a empresa e o cliente (Freudenreich et al., 2020). Nessa configuração, o fluxo de valor parte da empresa e é direcionado para apenas um stakeholder, ou seja, o cliente. Em função disso, na sequência, são apresentados os mesmos conceitos a partir de visões que consideram outros atores e fluxos multilaterais para a geração de valor sustentável nos negócios.

4.2.2 Modelo de Negócio e Proposta de Valor Sustentáveis e o Relacionamento com Stakeholders

Em negócios convencionais, isto é, que buscam preponderantemente o lucro, o sucesso é mensurado a partir do desempenho econômico. Porém nos casos em que se considera a sustentabilidade, além de se manter o objetivo econômico, outros fatores também são considerados tão importantes quanto este para o sucesso do negócio a partir de uma visão mais holística integrando também objetivos sociais e ambientais como forma de buscar o equilíbrio entre todas as partes interessadas (Bocken et al., 2013).

Modelo de negócio sustentável (ou modelo de negócio para sustentabilidade, como proposto em Schaltegger et al., 2016 e Freudenreich et al., 2020) é aquele que cria vantagem competitiva através de um valor superior para o cliente ao mesmo tempo em que contribui para o desenvolvimento sustentável da empresa e da sociedade (Lüdeke-Freund, 2010). Geissdoerfer et al. (2018) o definem como uma representação de elementos interrelacionados de uma organização e as interações com seus stakeholders para criar, entregar, capturar e trocar valor sustentável para e com seus stakeholders. Estes negócios consideram uma perspectiva sistêmica e por isso um grupo mais amplo de stakeholders além de clientes e acionistas, incluindo sociedade e o meio ambiente como importantes stakeholders (Stubbs e Cocklin, 2008), onde o alinhamento de interesses e a necessidade de criação de valor para todos estes públicos se tornam papéis relevantes do modelo de negócio (Bocken et al., 2014; Schaltegger et al., 2016).

Nesse sentido, as características desses modelos de negócios estão relacionadas à determinação de insumos, fluxos, recursos e tomada de decisão que utilizem medidas de sustentabilidade para a avaliação dos resultados e sucesso do negócio (Upward e Jones, 2016). De acordo com Schaltegger et al. (2016), eles devem atender a três critérios: (i) oferecer múltiplas propostas de valor para os clientes e todos os demais stakeholders, (ii) criar e entregar um portfólio de valor considerando os respectivos stakeholders, (iii) e capturar valor econômico para o negócio ao mesmo tempo em que mantém ou regenera capital natural, social e econômico além dos limites da organização.

Além disso, os modelos de negócios sustentáveis focam em questões éticas, enquanto os modelos de negócio convencionais praticamente não abordam esta temática em sua definição (Pedersen et al. 2018). Considerando esta abordagem, não há como criar valor sustentável para os clientes sem criar valor com e para seus demais stakeholders, já que, a partir da perspectiva de negócio sustentável, ele passa a ser conduzido por sua rede de stakeholders (Stubbs e Cocklin, 2008) e, pela Teoria dos Stakeholders (Freeman, 2010), um negócio deve buscar o bem-estar dos demais stakeholders ao mesmo tempo em que gera lucro aos acionistas.

Esta discussão gera a necessidade de entendimento sobre o que contempla a proposta de valor sustentável, considerada o cerne de um modelo de negócio sustentável

(Baldassare et al., 2017), pois o conceito de valor não tem o mesmo significado para todos os públicos (Den Ouden, 2012; Lerro, 2011). Nesse sentido, o negócio precisa, simultaneamente, criar valor para vários públicos, e não como apresentado por modelos de negócio convencionais, que têm sua proposta de valor para o cliente no centro de sua estrutura e os resultados monetários decorrentes dessa visão como resultado final. Em função disso, o valor sustentável deve ser compreendido como um valor absoluto e não como um meio ou instrumento para entregar um valor econômico como fim (Manninen et al., 2018).

O alinhamento às necessidades de todos os stakeholders em negócios sustentáveis considera também como fatores relevantes a confiança e os relacionamentos de longo prazo com todos os stakeholders, já que um comportamento antiético pode gerar a retirada do apoio do ator que tem seu relacionamento ameaçado, afetando também a viabilidade do modelo de negócio (Freudenreich et al., 2020). Assim, é importante que a visão de criação de valor a partir de uma contribuição para o desenvolvimento sustentável seja um fundamento da empresa, para que ela compreenda e integre todos os stakeholders de maneira respeitosa e eticamente correta. Com isso, a empresa se torna capaz de desenvolver propostas de valor que considerem todas essas visões e de entregar valor para os clientes e todas as outras partes interessadas de forma sustentável (Patala et al. 2016). Por isso, além dos principais componentes de um modelo de negócio (proposta de valor, sistema de criação e entrega de valor e a captura de valor) (Richardson, 2008), pela Teoria dos Stakeholders (Freeman, 2010) também é necessário identificar com quem este valor é criado e para quem (além do cliente) este valor é entregue.

Considerando a rede de relacionamentos das empresas, Manninen et al. (2018) apontam como oportunidade a criação de valor sustentável não somente pela empresa, mas também por meio de seus stakeholders. Essa visão está em linha com o conceito de proposta de valor recíproco (Ballantyne et al., 2011), prática de comunicação que aproxima atividades de troca e renovação de conhecimento entre os atores envolvidos, sendo percebida como uma troca justa de valor, a partir de um relacionamento de médio a longo prazo e que considera a cocriação de valor entre as partes. Com isso, o papel dos stakeholders ganha nova forma, não apenas como parte interessada, mas a partir do seu envolvimento em redes de valor visando alcançar um propósito conjunto e valor mútuo

(Evans et al., 2017; Freudenreich et al., 2020). Patala et al. (2016) são mais incisivos ao argumentar que as questões relacionadas à sustentabilidade só podem ser resolvidas pela cooperação entre stakeholders e em função disso é cada vez mais necessário comunicar este valor a mais públicos além do cliente apenas, transformando a proposta de valor em práticas de comunicação considerando uma rede com diversos stakeholders, que criam e recebem o valor de diferentes maneiras.

4.2.3 Diferenças de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e sustentáveis

A revisão de literatura apresentou os principais conceitos da pesquisa a partir da lente teórica de modelo de negócio e sua proposta de valor, tanto para negócios que não abordam a sustentabilidade em profundidade, aqui chamados “convencionais”, quanto aqueles que abordam esta temática desde a sua concepção. Como forma de sumarizar os diversos conceitos que compõem essas duas abordagens, foi elaborado um quadro resumo, dividido em dois blocos verticais e dois blocos horizontais. Os blocos verticais apresentam a diferenciação entre Negócios Convencionais e Negócios Sustentáveis. Já os blocos horizontais foram definidos em função de a proposta de valor ser o aspecto fundamental de um modelo de negócio. Assim, há um bloco apenas sobre os conceitos relacionados a Valor. Porém, a proposta de valor depende também de demais fatores do modelo de negócio, que geram a base para que ela possa existir. Então, foi criado um bloco antecessor chamado Estrutura do Modelo de Negócio, que apresenta as demais características que funcionam como alicerce para a proposta de valor. O quadro resumo é apresentado na Tabela 9.

Tabela 7 - Resumo conceitual de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis

	Aspectos	Negócio Convencional	Referência	Negócio Sustentável	Referência
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Teece (2010); Osterwalder e Pigneur (2010)	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Stubbs e Cocklin (2008); Garetti e Taisch (2012); Bocken et al. (2013)
	Desempenho	Econômico	Teece (2010); Chesbrough e Rosenbloom (2002)	Econômico, social e ambiental	Bocken et al. (2013); Upward e Jones (2016); Schaltegger et al. (2016)
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Patala et al. (2016); Madden (2017)	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Horisch et al. (2014); Patala et al. (2016); Ballantyne et al. (2011)
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Teece (2010); Osterwalder e Pigneur (2010)	Todos os stakeholders são considerados	Stubbs e Cocklin (2008); Schaltegger et al. (2016); Patala et al. (2016)
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Richardson (2008); Anderson et al. (2006); Bocken et al. (2014)	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Freudenreich et al. (2020); Evans et al. (2017); Ballantyne et al. (2011)
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Lambert (2012); Teece (2010); Anderson et al. (2006)	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	Bocken et al. (2014); Schaltegger et al. (2016); Baldassare et al. (2017)
	Criação de valor	O que é criado	Osterwalder e Pigneur (2010); Richardson (2008)	Com quem o valor é criado	Freeman (2010); Freudenreich et al. (2020); Geissdoerfer et al. (2018)
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Osterwalder e Pigneur (2010); Richardson (2008)	Para quem o valor é entregue	Freeman (2010); Freudenreich et al. (2020); Geissdoerfer et al. (2018)
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Friedman (1962); Richardson (2008); Teece (2010)	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Boons e Lüdeke-Freund (2013); Upward e Jones (2016)

Fonte: elaborado pelos autores.

4.3 MÉTODO

O objetivo da pesquisa é entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor sustentável e identificar como o conceito é aplicado, comunicado e mensurado. Assim, o estudo caracteriza-se como exploratório, pois, apesar de haver grande interesse no tema, os desafios apresentados (ex. Skalén et al., 2015; Ramirez et

al., 2014) demonstram que não há entendimento suficiente sobre o assunto (Malhotra, 2001). O estudo segue uma abordagem qualitativa, que oferece melhor compreensão do contexto do problema, o que permite entender as razões e motivações vinculadas a ele (Gil, 2002).

A pesquisa inicia a partir de uma revisão narrativa de literatura, que apoia a identificação de características de modelos de negócios e proposta de valor sustentáveis, seguida da criação de uma ferramenta para identificação de aspectos de diferenciação de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis. Com isso, foram realizados estudos de casos em que a unidade de análise (Yin, 1994) são empresas com iniciativas em sustentabilidade. Por fim, a partir dos resultados das etapas iniciais, é realizada uma análise via abordagem *flexible pattern matching* a fim de comparar padrões teóricos e reais observados. O detalhamento das etapas é descrito a seguir.

A revisão narrativa da literatura sobre modelo de negócio e proposta de valor convencionais e modelo de negócio e proposta de valor sustentáveis, bem como a conexão desses conceitos com o relacionamento com stakeholders, foi o passo inicial para o desenvolvimento do presente estudo. Revisões narrativas de literatura devem ser empregadas para descrever o estado da arte de um tema específico a partir de uma visão teórica, mas também a partir de uma visão de contexto (Schrank et al., 2012). Apesar desse formato de revisão não seguir um protocolo formal e replicabilidade de uma revisão sistemática, foram estabelecidos alguns critérios para seleção dos estudos nesta etapa: artigos científicos que abordam os conceitos mencionados, que tenham sido publicados em periódico disponível nas bases Scopus ou Web of Science, sem limites de data de publicação e escritos na língua inglesa.

Esta revisão, apresentada na seção anterior e resumida na Tabela 9, serviu como base para a criação de uma ferramenta que auxilia a identificar características de modelos de negócios e proposta de valor sustentáveis e sua relação com os stakeholders, bem como as diferenças destes em relação a modelos de negócios e proposta de valor convencionais. Para isso, uma análise de conteúdo foi realizada, seguindo as etapas de pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados, inferência e interpretação (Bardin,

2006). Dos conceitos previamente definidos a partir do objetivo da pesquisa, foram extraídas as suas definições. A partir da exploração dessas definições, os resultados foram interpretados e foram identificados aspectos (características relevantes) de diferenciação entre as duas abordagens (convencional e sustentável) sobre o modelo de negócio, relacionamento com stakeholders e proposta de valor. Com base nessa organização de conceitos, foram elaboradas perguntas direcionadoras dessas diferenças a fim de facilitar o processo de identificação de cada abordagem de negócio em cada aspecto relevante. A ferramenta é apresentada na Tabela 10.

Os estudos de casos foram desenvolvidos a partir de entrevistas semiestruturadas com profissionais de empresas com iniciativas sustentáveis e da análise de dados secundários (relatórios de sustentabilidade e demais documentos públicos das empresas selecionadas). Para seleção das empresas e dos entrevistados, foram estabelecidos critérios que identificassem os indivíduos que interessam à questão de pesquisa (Charmaz, 2006). Assim, para a escolha dos casos, o critério utilizado estabelece que a empresa deveria apresentar evidências públicas de iniciativas em sustentabilidade, como a divulgação de relatório de sustentabilidade, por exemplo. Para a escolha dos entrevistados, o critério utilizado foi o profissional atuar em alguma das empresas selecionadas e trabalhar com iniciativas de sustentabilidade na empresa (requisito validado a partir de currículo online, ex. LinkedIn). As entrevistas foram realizadas tanto por videoconferência quanto pessoalmente, com duração média de uma hora e foram conduzidas de forma semiestruturada para facilitar a busca por informações relevantes aos objetivos da pesquisa e também por oferecer flexibilidade para as respostas dos entrevistados. A ferramenta criada na etapa anterior guiou a condução das entrevistas, e as questões do roteiro seguem prioritariamente o bloco de perguntas da Tabela 10 (Como identificar as características e diferenças). Por fim, as informações coletadas nas entrevistas foram verificadas também via dados secundários a partir do critério de serem documentos públicos divulgados pelas próprias empresas: em todos os casos foram coletados dados do último relatório de sustentabilidade e em alguns casos foram coletados dados de outras fontes também publicadas pela empresa, como por exemplo matriz de materialidade e fundamentos corporativos.

Tabela 8 - Ferramenta para identificação de aspectos de diferenciação de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis

	Aspectos	Negócio Convencional	Negócio Sustentável	Como identificar as características e diferenças
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Como funciona o modelo de negócio da empresa?
	Desempenho	Econômico	Econômico, social e ambiental	Quais os principais indicadores de desempenho da empresa? Há indicadores de desempenho social e ambiental? Quem é remunerado por esses demais indicadores?
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Existem metas de longo prazo? Existem histórico e incentivos a relacionamentos de longa data?
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Todos os stakeholders são considerados	Quais são os principais públicos do negócio? Presta contas apenas aos acionistas ou aos demais públicos também?
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Existem fluxos que retroalimentam os processos de negócio? Quais são as respostas do ambiente externo consideradas?
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	Qual a proposta de valor da empresa? A quem se direciona a proposta de valor?
	Criação de valor	O que é criado	Com quem o valor é criado	O que é criado como valor? Empresa apresenta os parceiros que ajudam a criar valor?
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Para quem o valor é entregue	Como esse valor é entregue? Para que públicos a empresa entrega valor?
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Quanto lucro/prejuízo é gerado? Quais as demais externalidades positivas geradas? Quem recebe? Quanto recebe? Quais as demais externalidades negativas geradas? Quem "paga" por essas externalidades? Quanto "paga" por essas externalidades?

Fonte: elaborado pelos autores.

Na sequência, os dados foram analisados a partir da abordagem metodológica de *flexible pattern matching*, que consiste em deduzir um conjunto de padrões teóricos a partir de estudos anteriores e ao mesmo tempo na geração de padrões reais observados pela lente desses padrões teóricos. Ao final, é realizada uma comparação entre os padrões teóricos e reais observados, o que possibilita o surgimento de novos padrões (Bouncken et al., 2021). Este método foi escolhido como forma de explorar a teoria já existente coletada na revisão de literatura sobre o tema abordado para que se possa expandir o seu limite, seja em relação a novas problemáticas ou em relação a características do contexto estudado (Ross e Staw 1993). O método começa por um desenvolvimento de padrões a priori deduzidos a partir de teorias relacionadas, enquanto os padrões empíricos observados surgem a partir da iteração contínua e comparação entre padrões teóricos e os dados coletados (Sinkovics et al. 2019). Para isso, é necessário gerar uma estrutura teórica com base em estudos existentes que devem orientar o projeto de pesquisa. Dessa forma, a comparação entre a estrutura inicial e os dados coletados permitem estabelecer uma relação causal e guiam a construção de padrões observados a partir dos dados coletados (Massaro et al. 2017).

4.4 RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados das etapas de estudos de casos em empresas com iniciativas em sustentabilidade e da análise dos casos via abordagem *flexible pattern matching*.

4.4.1 Estudos de Casos

A seguir são apresentados os estudos de casos realizados a partir das entrevistas com os profissionais de empresas com iniciativas sustentáveis e de seus respectivos dados apresentados em relatórios de sustentabilidade e demais documentos públicos.

4.4.1.1 *Caso A*

A empresa estudada no caso A (Tabela 11) é uma instituição financeira brasileira e a profissional entrevistada é coordenadora de sustentabilidade na empresa, formada em ciências sociais, com 13 anos de experiência na área. O modelo de negócio opera por um sistema cooperativo de crédito a partir de uma estratégia nacional e atuação considerando as características regionais, buscando fomentar o desenvolvimento local. Neste sentido, o associado é usuário e dono do sistema ao mesmo tempo e ajuda a definir os rumos do negócio. Os principais indicadores de desempenho são o resultado financeiro gerado, patrimônio líquido, Net Promoter Score, principalidade, além de indicadores voltados ao relacionamento e cooperativismo (ex. associados que participam das assembleias, mulheres em cargos de liderança), soluções responsáveis (ex. crédito destinado a projetos de economia verde, como a instalação de painéis solares), desenvolvimento local (ex. municípios onde a organização é a única instituição financeira presente, investimento social e valor pago a fornecedores locais). Em relação ao histórico de relacionamentos, em função de ser uma organização antiga e tradicional nas comunidades onde atua, existem casos de associados de longa data, alguns com décadas de participação nas cooperativas. Apesar disso, quando se analisa a perspectiva de futuro, não se tem uma visão estratégica com metas de longo prazo.

O principal público do negócio é o associado, que ocupa as funções de dono ou sócio e cliente ao mesmo tempo, sendo responsável pela tomada das principais decisões do negócio via assembleia dos associados. O valor criado está no crédito captado e emprestado aos clientes por meio de suas cooperativas para o desenvolvimento de projetos na mesma região. A proposta de valor é direcionada principalmente ao associado, mas também à comunidade local onde está a cooperativa, em função do objetivo de construir, a partir da colaboração das cooperativas, uma sociedade mais próspera em termos de desenvolvimento sustentável.

Considerando a captura de valor, o negócio tem relatórios financeiros divulgados a cada trimestre e balanço anual. Por outro lado, apesar de haver foco no desenvolvimento das comunidades, há poucas métricas relacionadas às externalidades sociais positivas e negativas, com exceção de um projeto, que tem o objetivo de formar crianças e

adolescentes a partir dos princípios de cidadania e cooperativismo via metodologia de projeto em escolas das regiões onde a organização atua. Para este projeto foi desenvolvida uma avaliação de SROI (retorno social sobre investimento), que demonstrou que os impactos positivos dele perduram de cinco a sete anos na vida dos participantes e, a cada real investido, são gerados R\$ 4,07 em impactos sociais positivos. Além disso, em relação às externalidades ambientais, é calculado o inventário de emissões de gases de efeito estufa, compensado via apoio a projetos de crédito de carbono no país. Porém, não há avaliação das demais externalidades ambientais do negócio. Por fim, apesar de ser identificado que o maior impacto do negócio é gerado pelos projetos que recebem os recursos financeiros da organização, muitos deles voltados ao agronegócio e, portanto, com grande potencial de impacto ambiental, não há avaliação das externalidades relacionadas aos projetos que recebem financiamento da organização.

Tabela 9 - Resultado do Caso A

	Aspectos	Negócio Convencional	Caso A apresenta	Negócio Sustentável	Caso A apresenta	Como identificar as características e diferenças
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Sim	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Criação, entrega e captura de valor social sim, ambiental em partes	Como funciona o modelo de negócio da empresa?
	Desempenho	Econômico	Sim	Econômico, social e ambiental	Econômico sim, social sim, ambiental em partes	Quais os principais indicadores de desempenho da empresa? Há indicadores de desempenho social e ambiental? Quem é remunerado por esses demais indicadores?
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Sim, curto prazo.	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Não há metas de longo prazo. Há histórico de relacionamentos de longa data com um público (associados).	Existem metas de longo prazo? Existem histórico e incentivos a relacionamentos de longa data?
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Sim, no caso os associados	Todos os stakeholders são considerados	Em partes, foram mencionados na entrevista (além de cliente e acionista) a comunidade, fornecedores e colaboradores.	Quais são os principais públicos do negócio? Presta contas apenas aos acionistas ou aos demais públicos também?
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Sim	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Em partes. Relações recíprocas são claras na relação com o associado (acionista e cliente) e com a comunidade.	Existem fluxos que retroalimentam os processos de negócio? Quais são as respostas do ambiente externo consideradas?
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Sim	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	Em partes, pois a proposta de valor é direcionada ao associado (cliente e acionista) e à comunidade local.	Qual a proposta de valor da empresa? A quem se direciona a proposta de valor?
	Criação de valor	O que é criado	Sim, apresenta	Com quem o valor é criado	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados	O que é criado como valor? Empresa apresenta os parceiros que ajudam a criar valor?
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Sim, apresenta	Para quem o valor é entregue	Principalmente ao associado (cliente e acionista) e comunidade local	Como esse valor é entregue? Para que públicos a empresa entrega valor?
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Sim	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Algumas das externalidades são apresentadas, porém não todas. Há mensuração de uma externalidade positiva social e parte de uma externalidade negativa ambiental. Falta uma visão completa da matriz de materialidade e a mensuração de impacto das externalidades.	Quanto lucro/prejuízo é gerado? Quais as demais externalidades positivas geradas? Quem recebe? Quanto recebe? Quais as demais externalidades negativas geradas? Quem "paga" por essas externalidades? Quanto "paga" por essas externalidades?

Fonte: elaborado pelos autores.

4.4.1.2 *Caso B*

A empresa do caso B (Tabela 12) é uma multinacional que atua no setor de bebidas e a profissional entrevistada é analista de sustentabilidade na empresa, formada em jornalismo com especialização e mestrado na área de sustentabilidade e com 19 anos de experiência na área. O modelo de negócio funciona a partir de um sistema de produção, embalagem e distribuição destes produtos aos clientes da companhia que são varejistas, restaurantes e bares que revendem as bebidas ao consumidor final.

Uma das principais preocupações da empresa está relacionada aos parâmetros de qualidade dos produtos, que devem chegar sempre dentro do mesmo padrão aos clientes que revendem o produto ao consumidor final. Esta é uma das características da proposta de valor da empresa, que busca gerar uma experiência de consumo sempre similar, na qual a pessoa possa ter momentos felizes e sensações agradáveis em qualquer lugar ou situação em que for consumir os produtos da empresa. Em função disso, a empresa é centrada no consumidor e busca suportar o núcleo do negócio focado em bebidas por meio de recursos em marketing, inovação, gerenciamento de crescimento de receita e execução. Para poder entregar esta proposta de valor ao consumidor final, os principais objetivos e indicadores de desempenho da empresa são ligados a processos que garantam esta experiência de consumo, principalmente aspectos comerciais (ex. volume de vendas em valores monetários e unidades, crescimento) e de marketing (posicionamento de marca com foco no potencial de atração de consumidores). Além dos indicadores de negócio principais, há também indicadores de sustentabilidade, com foco nos principais impactos da operação: escassez hídrica (taxa de consumo de água e reposição hídrica) e economia circular em embalagens (% de reciclagem de embalagens).

Em relação aos fluxos de valor, alguns devem ser destacados: o primeiro diz respeito ao gosto do consumidor, que vem mudando ao longo do tempo e por isso demanda atualizações no portfólio de produtos. Somado a isso, há um aumento de legislações de saúde que definem parâmetros e/ou proibições a respeito de aspectos nutricionais dos produtos oferecidos pela empresa. Em função disso, há esforços da empresa para a redução de açúcar e mudança de demais ingredientes nos produtos oferecidos. Por fim, o relacionamento com as comunidades onde a empresa opera também

é considerado relevante em termos de potencial de impacto sobre mão-de-obra e reputação regional.

Sobre a captura de valor, além de relatórios financeiros divulgados publicamente, as principais externalidades negativas são apresentadas pela matriz de materialidade: (i) impacto ambiental de embalagens, (ii) escassez hídrica, e (iii) preferências de produto, saúde e açúcar adicionado. Neste sentido, a empresa tem esforços de redução do impacto negativos nas três temáticas, além de monitorar indicadores desses impactos também nos três temas. Há um planejamento claro e metas de longo prazo, inclusive com participação no programa de incentivos de longo prazo para os executivos em relação ao impacto ambiental de embalagens e à escassez hídrica, enquanto para preferências de produto, saúde e açúcar adicionado existem projetos que demonstram a redução do impacto em parte do portfólio de produtos, porém sem metas futuras apresentadas publicamente. Portanto, há clareza sobre quais são as externalidades do negócio e como são mensuradas, porém, de maneira geral, as externalidades são negativas e os esforços estão direcionados para a redução destes impactos negativos do negócio em relação a seus stakeholders.

Tabela 10 - Resultado do Caso B

	Aspectos	Negócio Convencional	Caso B apresenta	Negócio Sustentável	Caso B apresenta	Como identificar as características e diferenças
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Sim	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Há geração de valor social e ambiental como forma de mitigação do valor negativo gerado pela operação.	Como funciona o modelo de negócio da empresa?
	Desempenho	Econômico	Sim	Econômico, social e ambiental	Econômico sim, social sim, ambiental sim e os executivos são remunerados por isso.	Quais os principais indicadores de desempenho da empresa? Há indicadores de desempenho social e ambiental? Quem é remunerado por esses demais indicadores?
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Sim para pilar econômico.	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Existem metas ambientais de longo prazo (para 2025 e 2030). Não foram mencionados relacionamentos de longa data.	Existem metas de longo prazo? Existem histórico e incentivos a relacionamentos de longa data?
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Sim	Todos os stakeholders são considerados	Sim, foram mencionados na entrevista (além de cliente e acionista) a comunidade, fornecedores e colaboradores, governo, ONGs, meio ambiente.	Quais são os principais públicos do negócio? Presta contas apenas aos acionistas ou aos demais públicos também?
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Sim	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Em partes. Alguns fluxos foram destacados: gosto do consumidor, legislação em saúde, relacionamento com comunidades locais.	Existem fluxos que retroalimentam os processos de negócio? Quais são as respostas do ambiente externo consideradas?
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Sim	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	A proposta de valor tem foco no consumidor final apenas.	Qual a proposta de valor da empresa? A quem se direciona a proposta de valor?
	Criação de valor	O que é criado	Sim, apresenta	Com quem o valor é criado	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados.	O que é criado como valor? Empresa apresenta os parceiros que ajudam a criar valor?
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Sim, apresenta	Para quem o valor é entregue	O foco da empresa está no consumidor final.	Como esse valor é entregue? Para que públicos a empresa entrega valor?
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Sim	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Há clareza sobre as externalidades a partir da matriz de materialidade, e há mensuração de externalidades ambientais negativas, em que a empresa busca compensar o impacto negativo gerado pela operação. Não há foco em externalidades sociais tanto positivas quanto negativas.	Quanto lucro/prejuízo é gerado? Quais as demais externalidades positivas geradas? Quem recebe? Quanto recebe? Quais as demais externalidades negativas geradas? Quem "paga" por essas externalidades? Quanto "paga" por essas externalidades?

Fonte: elaborado pelos autores.

4.4.1.3 *Caso C*

Este caso (Tabela 13) é de uma companhia de capital aberto brasileira que atua com varejo farmacêutico. A profissional entrevistada é diretora de sustentabilidade, formada em administração com pós-graduação em governança e mestrado em sustentabilidade, tendo 21 anos de experiência na área.

O modelo de negócio tem sua origem a partir de uma grande rede de farmácias que oferece, de maneira geral, remédios e itens de perfumaria. Além disso, recentemente expandiu seu modelo de negócio para se tornar um ecossistema de saúde, incluindo também empresas com foco em alimentação saudável, exames e bem-estar, em que oferece serviços como exames simples, testes, aplicação de vacinas, consulta virtual, e também com conteúdos sobre hábitos de prevenção, qualidade do sono e alimentação.

Em relação à proposta de valor, a empresa busca levar saúde e bem-estar para todas as pessoas em todos os lugares em todos os momentos. Nesse sentido, a empresa foca na capilaridade com mais de 2500 farmácias no país e quase 50 mil funcionários para atender seus clientes de forma física (via farmácias) e também de forma digital a partir dos novos negócios do ecossistema de saúde. O valor entregue está relacionado à saúde, bem-estar e cuidado no atendimento ao cliente em todas as faixas etárias da vida, desde o bebê até o idoso, e pela forma como as pessoas são recebidas, com foco em um atendimento personalizado, atencioso e cômodo.

Em função dessas características, os principais públicos do negócio são o cliente que recebe a proposta de valor, o investidor, em função de ser uma companhia de capital aberto, os funcionários, que são um ativo importante para a entrega de valor para o cliente final, e as comunidades em que a empresa atua, por estar bastante espalhada, com presença em todos os estados do país. Para clientes, é destacado o indicador de fidelização, que considera frequência de atendimentos e duração do relacionamento (cerca de 13% dos clientes são considerados fiéis). No escopo de funcionários, a rotatividade é menor do que a média do mercado e algumas iniciativas são ressaltadas, como a atenção ao primeiro emprego e um plano de carreira bem definido. A empresa não contrata gerentes de farmácia, pois todos precisam ter trabalhado como atendentes

antes de serem promovidos a gerentes e há estímulos à formação superior via bolsas de estudo, com foco na graduação em farmácia.

Os principais indicadores da empresa fazem parte da nota geral da companhia, que está vinculada à remuneração variável da alta liderança e gerentes. Esta nota é integrada por indicadores financeiros como receita e EBITDA, avaliação dos clientes via NPS e dos funcionários via pesquisa de engajamento, e indicadores de sustentabilidade, que considera participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3, indicadores de emissões de CO₂, resíduos e diversidade. Neste caso, apesar de os indicadores de sustentabilidade fazerem parte do grupo dos principais indicadores da empresa (nota geral da companhia), a entrevistada entende que a comunicação para o cliente final ainda é incipiente e que há pouco investimento de marketing nesse sentido. Os exemplos trazidos de ações que já são realizadas são a presença dos temas em mídias sociais como LinkedIn, na comunicação com os funcionários e em pontos de venda.

Sobre as externalidades, há um mapeamento interno validado pelos executivos e publicado no relatório de sustentabilidade, englobando cada área de negócio e suas externalidades positivas, negativas, impactos sociais, ambientais e econômicos e stakeholders impactados, porém a empresa ainda não chegou a mensurar esses impactos.

Tabela 11 - Resultado do Caso C

	Aspectos	Negócio Convencional	Caso C apresenta	Negócio Sustentável	Caso C apresenta	Como identificar as características e diferenças
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Sim	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Criação, entrega e captura de valor social sim. Poucas menções feitas sobre geração de valor ambiental.	Como funciona o modelo de negócio da empresa?
	Desempenho	Econômico	Sim	Econômico, social e ambiental	Econômico sim, social sim, ambiental sim e todas as lideranças a partir de gerência são remuneradas por isso.	Quais os principais indicadores de desempenho da empresa? Há indicadores de desempenho social e ambiental? Quem é remunerado por esses demais indicadores?
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Sim para pilar econômico	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Há metas de sustentabilidade para 2030. Histórico de longa data existe no relacionamento com colaboradores, via plano de carreira e incentivo à graduação.	Existem metas de longo prazo? Existem histórico e incentivos a relacionamentos de longa data?
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Sim, mas também colaborador e comunidade	Todos os stakeholders são considerados	Foram mencionados como principais: cliente, investidor, colaboradores e comunidade.	Quais são os principais públicos do negócio? Presta contas apenas aos acionistas ou aos demais públicos também?
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Sim	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Foram apresentados formatos voltados à relação com o consumidor: pesquisa de mercado e de tendências, canais de atendimento, ouvidoria e feiras.	Existem fluxos que retroalimentam os processos de negócio? Quais são as respostas do ambiente externo consideradas?
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Sim	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	Proposta de valor direcionada ao cliente.	Qual a proposta de valor da empresa? A quem se direciona a proposta de valor?
	Criação de valor	O que é criado	Sim, apresenta	Com quem o valor é criado	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados.	O que é criado como valor? Empresa apresenta os parceiros que ajudam a criar valor?
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Sim, apresenta	Para quem o valor é entregue	O foco da empresa está no consumidor final.	Como esse valor é entregue? Para que públicos a empresa entrega valor?
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Sim	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Há um mapeamento publicado sobre externalidades positivas, negativas, impactos sociais, ambientais e econômicos e stakeholders impactados, porém a empresa ainda não mensura esses impactos.	Quanto lucro/prejuízo é gerado? Quais as demais externalidades positivas geradas? Quem recebe? Quanto recebe? Quais as demais externalidades negativas geradas? Quem "paga" por essas externalidades? Quanto "paga" por essas externalidades?

Fonte: elaborado pelos autores.

4.4.1.4 Caso D

A empresa descrita no caso D (Tabela 14) atua no setor de moda e a profissional entrevistada é gerente de sustentabilidade, com formação em engenharia ambiental e de segurança do trabalho com 16 anos de experiência na área.

O modelo de negócio da empresa opera pelo conceito de *house of brands*, em que cada marca da companhia tem um público e produtos específicos, com gestão própria e estratégias autônomas, funcionando via canais de distribuição como lojas próprias, franquias, multimarcas e e-commerce. O negócio tem foco no desenvolvimento de produto, na flexibilidade de produção, entrega rápida e simultânea em todo o país e na operação internacional. A cada 15 dias, são lançadas coleções inteiras em todas as marcas da companhia, guiadas por um processo de pesquisa de tendências de comportamento do consumidor e do mercado, apoiados por *Business Intelligence* e Inteligência Artificial. A proposta de valor da empresa está centrada em interpretar tendências de moda e despertar desejo com os produtos oferecidos ao cliente, que, em geral, são mulheres de classe social alta. O valor entregue está relacionado à qualidade do produto e à capacidade da empresa de gerar desejo a partir da inovação e criatividade no desenvolvimento de produtos.

Além do cliente final, outros públicos também são considerados fundamentais para o negócio. A cadeia de fornecedores é parte relevante do negócio, pois apenas 10% do volume de produtos é feito a partir de produção própria, e, em função disso, há investimento no desenvolvimento de fornecedores. Outro público relevante é o investidor, dado que a empresa tem capital aberto, contando com acionistas nacionais e internacionais, que são atuantes em relação ao negócio e ao direcionamento das ações em sustentabilidade, por exemplo.

Dentro do portfólio das 17 marcas da companhia, há três negócios que focam especificamente em temas de sustentabilidade. Um deles é um brechó online de artigos de luxo de segunda mão, com foco em economia circular. O segundo deles tem realizado mudanças em matérias-primas mais sustentáveis, investimento social e transparência sobre o valor pago pelo consumidor. O terceiro negócio é uma marca de sapatos que funciona como um laboratório para testar inovações pautadas em conceitos de

sustentabilidade. A intenção, com isso, é expandir aquelas inovações que têm resultados positivos nos testes realizados para as demais marcas da companhia, tanto em relação a produtos quanto ao posicionamento frente aos temas de sustentabilidade, sempre dentro do contexto do que cada marca consegue absorver a partir de suas características e público-alvo.

Os principais indicadores da empresa são os corporativos, como EBITDA, *sell in*, que representa a assertividade nas coleções frente às franquias e multimarcas, e *sell out*, que representa o quanto de fato o cliente final está comprando dos produtos da companhia. Há também um percentual da remuneração variável dos executivos vinculado às metas corporativas de sustentabilidade que devem ser atingidas até 2024 e que têm seus desdobramentos anuais até atingir o prazo final. Estas metas estão relacionadas à certificação socioambiental de fornecedores, à rastreabilidade de produtos de couro, por ser uma matéria-prima vinculada ao desmatamento, à diversidade com foco em raça e às emissões de CO2. A matriz de materialidade apresenta os temas relevantes em sustentabilidade e os investidores apresentam suas visões sobre os principais impactos a que o negócio deve estar atento, porém não há de maneira estruturada identificação nem mensuração das externalidades do negócio.

Tabela 12 - Resultado do Caso D

	Aspectos	Negócio Convencional	Caso D apresenta	Negócio Sustentável	Caso D apresenta	Como identificar as características e diferenças
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor	Sim	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental além do valor econômico	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental apenas em uma pequena parte do negócio (3 de 17 marcas).	Como funciona o modelo de negócio da empresa?
	Desempenho	Econômico	Sim	Econômico, social e ambiental	Econômico sim, social sim, ambiental sim e os executivos são remunerados por isso.	Quais os principais indicadores de desempenho da empresa? Há indicadores de desempenho social e ambiental? Quem é remunerado por esses demais indicadores?
	Tempo / prazo	Considera o longo prazo, porém foco no curto prazo	Sim para o pilar econômico	Considera o curto e médio prazos como roteiro para alcançar resultados no longo prazo	Em partes, há metas de sustentabilidade para 2024 (médio prazo). Há relacionamento de longo prazo com os fornecedores.	Existem metas de longo prazo? Existem histórico e incentivos a relacionamentos de longa data?
	Público prioritário	Cliente e Acionista	Sim e também o fornecedor	Todos os stakeholders são considerados	Principal público é o cliente - mulheres de classe social alta. Além deste, são considerados relevantes também o investidor e o fornecedor.	Quais são os principais públicos do negócio? Presta contas apenas aos acionistas ou aos demais públicos também?
Valor	Fluxo de valor	Relação empresa - cliente	Sim	Rede com relações recíprocas com todos os stakeholders	Pesquisas para interpretar tendências de moda. Além disso, são consideradas relevantes a opinião do investidor e a percepção do cliente.	Existem fluxos que retroalimentam os processos de negócio? Quais são as respostas do ambiente externo consideradas?
	Proposta de valor	Atender às necessidades do cliente	Sim	Proposta de valor que atende às necessidades do cliente e gera valor para todos os stakeholders	Proposta de valor direcionada ao cliente.	Qual a proposta de valor da empresa? A quem se direciona a proposta de valor?
	Criação de valor	O que é criado	Sim, apresenta	Com quem o valor é criado	Fornecedores foram um público destacado na entrevista, mas não são apresentados.	O que é criado como valor? Empresa apresenta os parceiros que ajudam a criar valor?
	Entrega de valor	Como o valor é entregue ao cliente	Sim, apresenta	Para quem o valor é entregue	O foco da empresa está no consumidor final.	Como esse valor é entregue? Para que públicos a empresa entrega valor?
	Captura de valor	Lucro/prejuízo para a empresa e seus acionistas	Sim	Demais externalidades positivas e negativas geradas	Existe matriz de materialidade, mas não há de maneira estruturada a identificação nem a mensuração das externalidades do negócio.	Quanto lucro/prejuízo é gerado? Quais as demais externalidades positivas geradas? Quem recebe? Quanto recebe? Quais as demais externalidades negativas geradas? Quem "paga" por essas externalidades? Quanto "paga" por essas externalidades?

Fonte: elaborado pelos autores.

4.4.2 *Análise dos Casos*

Os casos apresentados foram analisados pela abordagem de *flexible pattern matching*, que possibilitou a comparação entre os padrões previstos pela literatura e os padrões reais observados. Nesse contexto, os padrões previstos *a priori* pela literatura foram apresentados na tabela 9, que foi utilizada para a identificação de aspectos de diferenciação de proposta de valor em modelos de negócios convencionais e modelos de negócios sustentáveis. Esta tabela, por sua vez, foi gerada pela síntese da revisão de literatura descrita na seção 4.2, e aborda os aspectos analisados nos estudos de casos.

Ao comparar as características de modelos de negócios convencionais e sustentáveis, verificou-se que nenhuma das empresas estudadas apresenta 100% de suas características como um modelo de negócio sustentável, apesar de todas elas demonstrarem evidências de iniciativas neste sentido. Por outro lado, todas apresentam características robustas considerando a abordagem de negócios convencionais, que muitas vezes podem coexistir com determinadas evidências de características de modelos de negócios sustentáveis.

Em função desse resultado, a análise de *flexible pattern matching* seguiu de forma mais aprofundada nos aspectos que consideram a abordagem de Negócios Sustentáveis. Para isso, foi criada uma categorização que avalia, a partir dos casos descritos na seção anterior, o quanto as boas práticas de sustentabilidade apresentadas pela literatura são abordadas por cada um deles: (i) abordadas com consistência; (ii) abordadas em partes; (iii) não abordadas. A Tabela 15 apresenta o resumo dos casos para a abordagem de Negócio Sustentável.

Em relação ao aspecto Racional, em todos os casos é evidente a criação, entrega e captura de valor econômico, característica de um modelo de negócio convencional. Porém, o mesmo não vale para criação, entrega e captura de valor social e ambiental. Um cenário semelhante é apresentado ao analisar os aspectos de Proposta de Valor e Entrega de Valor, que, na maioria dos casos, são destinados a atender apenas às necessidades do cliente e praticamente não se fala sobre os demais stakeholders. Apesar de diversos stakeholders terem sido elencados nas entrevistas como prioritários além de clientes e

acionistas, principalmente fornecedores (em todas as entrevistas), colaboradores (em três entrevistas) e comunidades (em três entrevistas), os demais aspectos demonstram que não há tanto foco nestes demais públicos considerando as dinâmicas de geração de valor dos negócios analisados.

Outro aspecto também corrobora com esta visão: os fluxos de valor consideram principalmente as respostas do mercado consumidor, como gosto do cliente e pesquisas de tendências de consumo, e também a resposta dos investidores. Considerando esse aspecto, a característica de relações recíprocas com todos os stakeholders (Freudenreich et al., 2020; Evans et al., 2017; Ballantyne et al., 2011) parece ser uma realidade não prevista considerando os casos estudados, ou, de maneira geral, abordada apenas em situações em que há obrigação, como o caso de legislações, ou quando há poder de pressão da sociedade sobre algum assunto.

Apesar disso, todos os negócios analisados têm buscado melhorias em relação a seus impactos sociais e ambientais, principalmente através de metas de longo prazo dedicadas a reduzir os impactos negativos desses modelos de negócios. Isso demonstra que, mesmo em setores tradicionais como os apresentados (financeiro, de bebidas, farmacêutico e de moda), existe a possibilidade de se mitigar os impactos negativos gerados por um negócio convencional e também de buscar alternativas com impactos sociais e ambientais positivos através do próprio modelo de negócio, como nos exemplos de crédito destinado à economia verde no caso A e do brechó online de artigos de luxo no caso D.

Por fim, nenhum dos casos estudados demonstrou mensuração completa das externalidades geradas pelo negócio. Para se considerar uma realidade de impacto socioambiental nulo ou positivo, é fundamental conseguir mensurar os impactos das externalidades geradas pelo negócio, e, a partir dos casos estudados, esta característica não parece estar sendo priorizada pelas empresas.

Tabela 13 - Resumo dos Casos para a abordagem de Negócio Sustentável

	Aspectos	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D
Estrutura do modelo de negócio	Racional	Criação, entrega e captura de valor social sim, ambiental em partes	Há geração de valor social e ambiental como forma de mitigação do valor negativo gerado pela operação.	Criação, entrega e captura de valor social sim. Poucas menções feitas sobre geração de valor ambiental.	Criação, entrega e captura de valor social e ambiental apenas em uma pequena parte do negócio (3 de 17 marcas).
	Desempenho	Econômico sim, social sim, ambiental em partes. Não há informação se os executivos são remunerados por este desempenho.	Econômico sim, social sim, ambiental sim e os executivos são remunerados por isso.	Econômico sim, social sim, ambiental sim e todas as lideranças a partir de gerência são remuneradas por isso.	Econômico sim, social sim, ambiental sim e os executivos são remunerados por isso.
	Tempo / prazo	Não há metas de longo prazo. Há histórico de relacionamentos de longa data com um público (associados).	Existem metas ambientais de longo prazo (para 2025 e 2030). Não foram mencionados relacionamentos de longa data.	Há metas de sustentabilidade para 2030. Histórico de longa data existe no relacionamento com colaboradores, via plano de carreira e incentivo à graduação.	Em partes, há metas de sustentabilidade para 2024 (médio prazo). Há relacionamento de longo prazo com os fornecedores.
	Público prioritário	Em partes, foram mencionados na entrevista (além de cliente e acionista) a comunidade, fornecedores e colaboradores.	Sim, foram mencionados na entrevista (além de cliente e acionista) a comunidade, fornecedores e colaboradores, governo, ONGs, meio ambiente.	Foram mencionados como principais: cliente, investidor, colaboradores e comunidade.	O principal público é o cliente - mulheres de classe social alta. Além deste, são considerados relevantes também o investidor e o fornecedor.
Valor	Fluxo de valor	Em partes. Relações recíprocas são claras na relação com o associado (acionista e cliente) e com a comunidade.	Em partes. Alguns fluxos foram destacados: gosto do consumidor, legislação em saúde, relacionamento com comunidades locais.	Foram apresentados formatos voltados à relação com o consumidor: pesquisa de mercado e de tendências, canais de atendimento, ouvidoria e feiras.	Pesquisas para interpretar tendências de moda. Além disso, são consideradas relevantes a opinião do investidor e a percepção do cliente.
	Proposta de valor	Em partes, pois a proposta de valor é direcionada ao associado (cliente e acionista) e à comunidade local.	A proposta de valor tem foco no consumidor final apenas.	Proposta de valor direcionada ao cliente.	Proposta de valor direcionada ao cliente.
	Criação de valor	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados.	Fornecedores foram mencionados, mas não são apresentados, nem destacados.	Fornecedores foram um público destacado na entrevista, mas não são apresentados.
	Entrega de valor	Principalmente ao associado (cliente e acionista) e comunidade local	O foco da empresa está no consumidor final.	O foco da empresa está no consumidor final.	O foco da empresa está no consumidor final.
	Captura de valor	Algumas das externalidades são apresentadas, porém não todas. Há mensuração de uma externalidade positiva social e parte de uma externalidade negativa ambiental. Falta uma visão completa da matriz de materialidade e a mensuração de impacto das externalidades.	Há clareza sobre as externalidades a partir da matriz de materialidade, e há mensuração de externalidades ambientais negativas, em que a empresa busca compensar o impacto negativo gerado pela operação. Não há foco em externalidades sociais tanto positivas quanto negativas.	Há um mapeamento publicado sobre externalidades positivas, negativas, impactos sociais, ambientais e econômicos e stakeholders impactados, porém a empresa ainda não mensura esses impactos.	Existe matriz de materialidade, mas não há de maneira estruturada a identificação nem a mensuração das externalidades do negócio.

Legenda: As boas práticas de sustentabilidade apresentadas pela literatura são:

Abordadas com consistência	Abordadas em partes	Não abordadas
----------------------------	---------------------	---------------

Fonte: Elaborado pelos autores.

4.5 DISCUSSÃO

Em relação às abordagens identificadas na literatura, todos os aspectos de negócios convencionais foram apresentados com consistência nos quatro casos estudados. Porém, entre os aspectos de negócio sustentável, a maioria deles é abordado em partes (Tabela 15). Considerando esta visão, entende-se que todo modelo de negócio deve apresentar características de um negócio convencional, pois, ao perdê-las, deixa de se caracterizar como tal, que por definição deve apresentar criação, entrega e captura de valor econômico (Tecece, 2010; Richardson, 2008) num primeiro momento e, não precisa, mas pode agregar impactos ambientais e sociais positivos para e com todos os stakeholders com quem se relaciona.

A análise via *flexible pattern matching* demonstrou que, apesar de haver a possibilidade dos negócios se tornarem cada vez mais sustentáveis, o limite para que eles sejam considerados dessa forma pela literatura pode ser tão complexo em relação a todos os conceitos identificados, que em muitos casos pode não fazer sentido para que o negócio se mantenha economicamente viável dadas as características de mercado e do ambiente competitivo atual. Isso pode significar num futuro, a partir de maior pressão da sociedade, investidores, legislações ou de demais stakeholders, que o negócio no formato atual deixe de existir ou que se torne menos lucrativo em função desses novos fluxos de valor e pressões externas, que vêm crescendo ao longo dos anos.

Considerando o estágio atual que as empresas vivem em relação à sustentabilidade, pode-se afirmar que há avanços e, por isso, as empresas se encontram em etapa de transição, ou seja, buscam cada vez mais reduzir os impactos negativos causados pelos modelos de negócios a todos os seus stakeholders, mas ainda não conseguem se encaixar completamente como um negócio sustentável. Neste momento, é pouco provável que haja solução *net zero* considerando todas as possíveis externalidades geradas. Por outro lado, há formas de se fomentar este objetivo no longo prazo - e há evidências de que as empresas têm buscado avançar neste sentido. De maneira geral, portanto, o estudo contribui para a adequação da realidade vivida por empresas que buscam se alinhar às necessidades de um modelo de negócio sustentável. A literatura sobre o tema apresenta a visão de modelos de negócios convencionais e sustentáveis de formas distintas e muitas vezes binárias. Porém, neste estudo, observou-se

que na realidade os negócios que buscam a sustentabilidade vivem uma transição contínua em forma de jornada para melhores resultados considerando o equilíbrio do *triple bottom line*.

Em relação à proposta de valor, considerando os casos analisados, as empresas compreendem e são capazes de comunicar e mensurar o conceito de proposta de valor voltada ao cliente quando se trata de uma abordagem de Negócio Convencional, o que diverge dos resultados apresentados por Ballantyne e Williams (2008) e Skalén et al (2015). Por outro lado, há poucas evidências de que as empresas tenham uma proposta de valor sustentável que, segundo Boons e Lüdeke-Freund (2013), contemple aspectos sociais e ambientais, além de criar valor para todos os stakeholders envolvidos no negócio, característica trazida por Bocken et al. (2014) e Stubbs e Cocklin (2008). Em geral, apesar de todas as empresas analisadas terem demonstrado algumas características de negócios sustentáveis, elas abordam majoritariamente em sua proposta de valor apenas o atendimento às expectativas dos clientes. Este resultado está em linha com o apresentado por Ramirez et al (2014), pois, apesar de haver iniciativas voltadas à sustentabilidade, as empresas não são capazes de entregar e comunicar este valor, o que gera uma maior dificuldade de entendimento do cliente sobre a proposta de valor sustentável das empresas, assim como por todos os demais stakeholders.

Considerando que proposta de valor sustentável é uma mensagem do negócio sobre a entrega de valor socioambiental para todos os stakeholders (Patala et al., 2016), um possível motivo para que os conceitos de sustentabilidade ainda não estejam presentes na proposta de valor das empresas pode ser o próprio momento de transição de modelos de negócios convencionais para sustentáveis, em que ainda não existe completa segurança para uma comunicação sobre o valor sustentável entregue pelo negócio. Este possível motivo está em linha com Baldassare e Campo (2016), que afirmam que a comunicação sobre as iniciativas de sustentabilidade em empresas muitas vezes chega atrasada ou não acontece em função do medo de serem acusadas de *greenwashing*, ou por acreditarem que não devem se vangloriar sobre iniciativas neste tema ou por receio de fornecerem informações a concorrentes ou outros atores.

Em termos práticos, considerando a análise de consistência de boas práticas apresentada na Tabela 15, entende-se que ela deve funcionar como um apoio na condução de iniciativas que visam atender as características de um Negócio Sustentável. Conforme o resultado apresentado, é possível que em muitos casos a resposta seja de que as boas práticas de sustentabilidade apresentadas pela literatura para determinado aspecto sejam “abordadas em

partes”. Por consequência, não haveria um diagnóstico definitivo do caso, mas sim um apoio na identificação de quais características estejam em falta para que se alcance e se comunique essa abordagem de forma completa no futuro.

4.6 CONCLUSÃO

Este estudo abordou a temática sobre proposta de valor voltada à sustentabilidade. Nele, se buscou entender se as empresas compreendem o conceito e como o aplicam e o comunicam em seus processos de negócio. Para isso, foram empregados uma revisão de literatura sobre o tema, estudos de casos e análise via *flexible pattern matching*. Por fim, foram discutidas as implicações teóricas e práticas apontadas pelo artigo.

O estudo contribui para a literatura de modelos de negócios sustentáveis em função dos resultados que envolvem a comparação entre teoria e prática em casos reais, que demonstra que, apesar de haver iniciativas de sustentabilidade nas empresas, ainda há dificuldade em comunicar seus avanços através de suas propostas de valor. Além disso, o estudo avança na literatura ao trazer maior clareza sobre quais são os aspectos de valor e da estrutura de modelos de negócio que dificultam estes avanços.

Adicionalmente, o estudo contribui com a literatura a partir de uma análise que avalia o nível de consistência de boas práticas apresentadas pela literatura em casos reais de empresas que buscam atender as características da abordagem de Negócio Sustentável. Em termos práticos, o estudo contribui para o gerenciamento da transição de modelos de negócios convencionais para sustentáveis pela identificação das características de cada abordagem - processo que deve retroalimentar as estratégias de sustentabilidade a fim de tornar mais efetivos os esforços, investimentos e resultados relacionados à proposta de valor sustentável das empresas.

As limitações da pesquisa se referem ao possível viés de seleção dos casos estudados e pesquisas futuras podem ser aplicadas para confirmar os resultados obtidos considerando um maior número de casos que atendam aos mesmos critérios de seleção. Além disso, estudos futuros podem focar no processo de transição do modelo de negócio convencional para sustentável e as consequências geradas por estas mudanças na proposta de valor do negócio.

REFERÊNCIAS

- Anderson, J., Narus, J., & Van Rossum, W. (2006). Customer value propositions in business markets. *Harvard Business Review*, 84 (3), 90–99.
- Baldassarre, B., Calabretta, G., Bocken, N., & Jaskiewicz, T. (2017). Bridging sustainable business model innovation and user-driven innovation: A process for sustainable value proposition design. *Journal of Cleaner Production*, 147, 175-186. doi: 10.1016/j.jclepro.2017.01.081
- Baldassarre, F., & Campo, R. (2016). Sustainability as a marketing tool: To be or to appear to be?. *Business Horizons*, 59(4), 421-429. doi: 10.1016/j.bushor.2016.03.005
- Ballantyne, D., & Williams, J. (2008). Business to business relationships: The paradox of network constraints. *Australasian Marketing Journal*, 16(1), 94–106.
- Ballantyne, D., Frow, P., Varey, R., & Payne, A. (2011). Value propositions as communication practice: Taking a wider view. *Industrial Marketing Management*, 40(2), 202-210. doi: 10.1016/j.indmarman.2010.06.032
- Bardin, L. (2006). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2013). A value mapping tool for sustainable business modelling. *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, 13(5), 482-497. doi: 10.1108/cg-06-2013-0078
- Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2014). A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes. *Journal Of Cleaner Production*, 65, 42-56. doi: 10.1016/j.jclepro.2013.11.039
- Boons, F., & Lüdeke-Freund, F. (2013). Business models for sustainable innovation: state-of-the-art and steps towards a research agenda. *Journal Of Cleaner Production*, 45, 9-19. doi: 10.1016/j.jclepro.2012.07.007
- Boons, F., Montalvo, C., Quist, J., & Wagner, M. (2013). Sustainable innovation, business models and economic performance: an overview. *Journal of Cleaner Production*, 45, 1-8. doi: 10.1016/j.jclepro.2012.08.013

Bouncken, R., Qiu, Y., Sinkovics, N., & Kürsten, W. (2021). Qualitative research: extending the range with flexible pattern matching. *Review Of Managerial Science*, 15(2), 251-273. doi: 10.1007/s11846-021-00451-2

Bower, M., & Garda, R. A. (1985). The role of marketing in management. *The McKinsey Quarterly*, 3, 34–46.

Nações Unidas (1987). *Our Common Future*. World Commission on Environment and Development.

Charmaz, K. (2006). *Constructing grounded theory: a practical guide through qualitative analysis*. Londres: Sage Publications.

Chesbrough, H., & Rosenbloom, R. (2002). The Role of the Business Model in Capturing Value from Innovation: Evidence from Xerox Corporation's Technology Spin-Off Companies. *Industrial and Corporate Change*. 11. 529-555.

Chiavenato, I. (2010). *Administração – Teoria, Processo e Prática*. 4. ed. Rio de Janeiro-RJ: Elsevier.

Daae, J., Boks, C., (2015). A classification of user research methods for design for sustainable behaviour. *Journal of Cleaner Production*, 106, 680-689.

Den Ouden, E. (2012). Value from Different Perspectives. In: *Innovation Design*. Springer, London. https://doi.org/10.1007/978-1-4471-2268-5_3

Ehrenfeld, J. (2009). Understanding of complexity expands the reach of industrial ecology. *Journal of Industrial Ecology*, 13 (2), 165.

Evans, S., Vladimirova, D., Holgado, M., Van Fossen, K., Yang, M., Silva, E.A., & Barlow, C.Y. (2017). Business model innovation for sustainability: Towards a unified perspective for creation of sustainable business models. *Business Strategy and the Environment*, 26(5), 597-608. <https://doi.org/10.1002/bse.1939>

Freeman, E. (2010). Managing for stakeholders: Trade-offs or value creation. *Journal of Business Ethics*, 96, 7–9.

Freudenreich, B., Lüdeke-Freund, F. & Schaltegger, S. (2020). A Stakeholder Theory Perspective on Business Models: Value Creation for Sustainability. *Journal of Business Ethics* 166, 3–18. doi: 10.1007/s10551-019-04112-z

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: The University of Chicago Press.

Garetti, M. & Taisch, M. (2012). Sustainable manufacturing: trends and research challenges, *Production Planning & Control*, 23(2), 83-104, doi: 10.1080/09537287.2011.591619

Geissdoerfer, M., Vladimirova, D., & Evans, S. (2018). Sustainable business model innovation: a review. *Journal of Cleaner Production*, 198, 401-416. doi: 10.1016/j.jclepro.2018.06.240

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. Vol. 4. São Paulo: Atlas.

Horisch, J., Freeman, E., & Schaltegger, S. (2014). Applying Stakeholder Theory in sustainability management: links, similarities, dissimilarities, and a conceptual framework. *Organization & Environment*, 27(4) 328 - 346. doi: 10.1177/1086026614535786

Keskin, D., Diehl, J.C. & Molenaar, N., (2013). Innovation process of new ventures driven by sustainability. *Journal Of Cleaner Production*, 45, 50-60.

Lambert, S. (2012). *Deconstructing business model frameworks using a reference model*. University of South Australia, Adelaide.

Lanning, M., & Michaels, E. (1988). *A business is a value delivery system*. McKinsey Staff Paper.

Lerro, A. (2011). A stakeholder-based perspective in the value impact assessment of the project “Valuing intangible assets in Scottish renewable SMEs”. *Measuring Business Excellence*, 15(3), 3-15. <https://doi.org/10.1108/13683041111161120>

Lüdeke-Freund, F. (2010). *Towards a conceptual framework of business models for sustainability*. Delft, The Netherlands.

Lüdeke-Freund, F. (2019). Sustainable entrepreneurship, innovation, and business models: Integrative framework and propositions for future research. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 665-681. doi: 10.1002/bse.2396

Madden, B. (2017). The Purpose of the Firm, Valuation, and the Management of Intangibles. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 29(2), 76-86. doi: 10.1111/jacf.12235

Malhotra, N. K. (2001). *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. Bookman Editora.

Manninen, K., Koskela, S., Antikainen, R., Bocken, N., Dahlbo, H. & Aminoff, A. (2018). Do circular economy business models capture intended environmental value propositions?. *Journal of Cleaner Production*, 171, 413-422, doi: 10.1016/j.jclepro.2017.10.003.

Massaro, M., Moro, A., Aschauer, E., & Fink, M. (2017). Trust, control and knowledge transfer in small business networks. *Review of Managerial Science*, 13(2), 267-301. doi: 10.1007/s11846-017-0247-y

Nosratabadi, S.; Mosavi, A.; Shamshirband, S.; Zavadskas, E.K.; Rakotonirainy, A.; & Chau, K.W. (2019). Sustainable Business Models: a Review. *Sustainability*, 11, 1663. <https://doi.org/10.3390/su11061663>

Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business model generation: A handbook for visionaries, game changers, and challengers*. Hoboken: Wiley.

Patala, S., Jalkala, A., Keränen, J., Väisänen, S., Tuominen, V., & Soukka, R. (2016). Sustainable value propositions: Framework and implications for technology suppliers. *Industrial Marketing Management*, 59, 144-156, doi: 10.1016/j.indmarman.2016.03.001.

Payne, A., Frow, P., & Eggert, A. (2017). The customer value proposition: evolution, development, and application in marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(4), 467-489. doi: 10.1007/s11747-017-0523-z

Pedersen, E. R. G., Gwozdz, W., & Kant Hvass, K. (2018). Exploring the relationship between business model innovation, corporate sustainability, and organisational values within the fashion industry. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 267–284.

Ramirez, E., Gonzalez, R. J., & Moreira, G. J. (2014). Barriers and bridges to the adoption of environmentally-sustainable offerings. *Industrial Marketing Management*, 43(1), 16–24.

Richardson, J. (2008). The business model: An integrative framework for strategy. *Strategic Change*, 17(5–6), 133–144.

- Ross J., & Staw B. (1993). Organizational escalation and exit: Lessons from the shoreham nuclear power plant. *The Academy of Management Journal*, 36(4), 701–732.
- Schaltegger, S., Hansen, E. G., & Lüdeke-Freund, F. (2016). Business models for sustainability: Origins, present research, and future avenues. *Organization & Environment*, 29(1), 3–10.
- Schrank, B., Bird, V., Rudnick, A., & Slade, M. (2012). Determinants, self-management strategies and interventions for hope in people with mental disorders: systematic search and narrative review. *Social Science & Medicine*. 74 (4), 554–564.
- Sinkovics, N., Choksy, U., Sinkovics, R. & Mudambi, R. (2019). Knowledge connectivity in an adverse context: Global value chains and Pakistani offshore service providers. *Management International Review*, 59(1), 131–170.
- Skalén, P., Gummerus, J., Von Koskull, C., & Magnusson, P. (2015). Exploring value propositions and service innovation: a service-dominant logic study. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(2), 137–158.
- Sommer, A. (2012). *Managing green business model transformations*. New York: Springer
- Stubbs, W., & Cocklin, C. (2008). Conceptualizing a “sustainability business model”. *Organization & Environment*, 21(2), 103–127.
- Teece, D. J. (2010). Business models, business strategy and innovation. *Long Range Planning*, 43(2/3), 172–194.
- Todeschini, B. V., Cortimiglia, M. N., Callegaro-de-Menezes, D., & Ghezzi, A. (2017). Innovative and sustainable business models in the fashion industry: Entrepreneurial drivers, opportunities, and challenges. *Business horizons*, 60(6), 759-770.
- Tuli, K. R., Kohli, A. K., & Bharadwaj, S. G. (2007). Rethinking customer solutions: From product bundles to relational processes. *Journal of Marketing*, 71, 1–17.
- Upward, A., & Jones, P. (2016). An ontology for strongly sustainable business models: Defining an enterprise framework compatible with natural and social science. *Organization & Environment*, 29(1), 97–123.

Yin, R. K. (1994). Discovering the future of the case study. *Method in evaluation research*. *Evaluation practice*, 15(3), 283-290.

Zhang, F., & Zhu, L. (2019). Enhancing corporate sustainable development: Stakeholder pressures, organizational learning, and green innovation. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1012-1026. doi: 10.1002/bse.2298

Zhu, Q., & Sarkis, J. (2016). Green marketing and consumerism as social change in China: Analyzing the literature. *International Journal of Production Economics*, 181, 289-302. doi: 10.1016/j.ijpe.2016.06.006

Zott, C., Amit, R., & Massa, L. (2011). The business model: Recent developments and future research. *Journal of Management*, 37(4), 1019–1042.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crescente demanda por soluções com foco em sustentabilidade no ambiente corporativo cria oportunidades de geração de valor sustentável pelas empresas (Zhang e Zhu, 2019). Para isso, além de atender às demandas do cliente e o lucro ao acionista, um aspecto fundamental é o relacionamento com os stakeholders de cada negócio, sem os quais não há geração de valor sustentável (Baldassare et al, 2017; Geissdoerfer et al., 2018; Freudenreich et al., 2020). Ainda assim, os modelos de negócios ainda têm dificuldades de adaptação ao ambiente competitivo que demanda iniciativas sustentáveis (Nosratabadi et al., 2019; Baldassare et al., 2017). Por isso, é necessário avançar no entendimento sobre as dinâmicas de negócio e relacionamento com stakeholders para integrar a sustentabilidade ao modelo de negócio das empresas (Boons et al., 2013; Todeschini et al., 2017; Lüdeke-Freund, 2019).

Em função disso, esta pesquisa teve foco no relacionamento de empresas com seus stakeholders no desenvolvimento de iniciativas sustentáveis e analisou, a partir da perspectiva de modelos de negócio, como este relacionamento influencia na geração de valor destas organizações. Assim, o objetivo geral da pesquisa buscou entender as dinâmicas e os fatores de influência para a geração de valor sustentável no relacionamento com stakeholders em empresas que buscam incorporar a sustentabilidade ao seu modelo de negócio, ou seja, à forma como uma empresa cria, entrega e captura valor (Teece, 2010; Osterwalder e Pigneur, 2010). Além deste objetivo geral, outros três objetivos específicos foram abordados: (i) identificar fatores facilitadores e inibidores para a geração de ações sustentáveis no relacionamento da empresa com sua cadeia de valor; (ii) avaliar se e como a incorporação de fatores ESG gera oportunidade estratégica e valor para os negócios; (iii) entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor sustentável, se o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e se as mesmas conseguem mensurar os seus benefícios. A partir destes objetivos, a pesquisa foi dividida em três etapas, apresentadas na forma de artigos, em que cada um endereça uma das três funções de um modelo de negócio: criação, entrega e captura de valor (Teece, 2010; Osterwalder e Pigneur, 2010).

O artigo 1 endereçou a função de criação de valor, que está centrada em como se estabelece o arranjo da cadeia de valor para que o negócio possa gerar soluções (Osterwalder, 2004). Assim, este artigo focou no objetivo de identificar fatores facilitadores e inibidores para

a geração de ações sustentáveis no relacionamento da empresa com a cadeia de valor a partir de revisão sistemática da literatura e estudos de casos.

O artigo 2 focou no processo de captura de valor, isto é, a forma como o negócio gera lucro e os distribui a partir dos processos de criação de valor (Chesbrough et al., 2018). Nesse contexto, pela perspectiva de investidores, se analisou se e como a incorporação de fatores ESG podem gerar oportunidade estratégica e valor para os negócios. Para isso, foi realizado um estudo exploratório com abordagem qualitativa a partir de um roteiro de perguntas aplicado em entrevistas com investidores.

O artigo 3 compreende o processo de entrega de valor, que considera como o cliente recebe a proposta de valor do negócio (Teece, 2010), mas também como todos os demais stakeholders recebem a proposta de valor sustentável, a partir da perspectiva de modelos de negócios sustentáveis (Bocken et al., 2014; Schaltegger et al. 2016). Assim, o artigo endereçou o terceiro objetivo específico da tese, isto é, entender se as empresas compreendem o conceito de proposta de valor sustentável, se o aplicam, como o fazem, de que maneira o comunicam em suas rotinas e se as mesmas conseguem mensurar os seus benefícios. Para isso, foram utilizados revisão da literatura, estudos de casos em empresas com iniciativas voltadas à sustentabilidade e análise via *flexible pattern matching*.

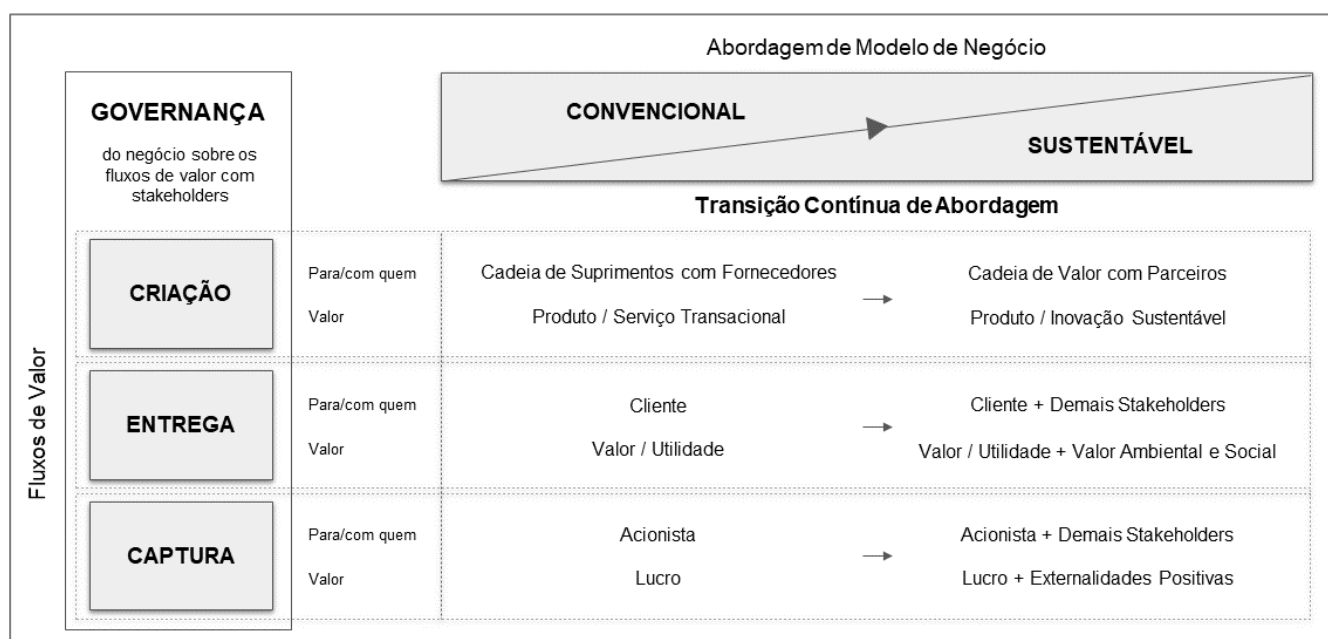
5.1 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS

De maneira geral, esta tese contribui com a literatura de negócios e sustentabilidade a partir de uma visão que abrange os desafios vinculados ao relacionamento com os stakeholders para o avanço na incorporação de práticas sustentáveis no ambiente corporativo. Ao longo dos artigos, foram apresentados fatores que podem influenciar positivamente estes relacionamentos para a geração de valor e vantagem competitiva, além de dinâmicas sobre como as empresas podem criar, entregar e capturar valor sustentável para e com seus stakeholders. Além disso, ao longo de todo o estudo, se buscou aprofundar a visão cruzada entre teoria e prática de negócios que buscam avançar em sustentabilidade, contribuindo com a literatura através de resultados empíricos. Dessa forma, se por um lado não se pode gerar conclusões definitivas sobre o tema, por outro, o estudo tem o potencial de contribuir para a transição de negócios em ambientes cada vez mais pautados pela sustentabilidade.

Neste sentido, uma das contribuições apresentadas ao longo dos artigos trata sobre o papel da Governança da empresa no desenvolvimento da agenda de sustentabilidade para a manutenção do negócio. O equilíbrio entre as demandas de clientes, acionistas e todos os demais stakeholders deve ser orquestrado por uma governança que seja capaz de identificar as necessidades e impactos gerados, além de conseguir mensurar as externalidades geradas tanto positivas quanto negativas envolvendo cada stakeholder, de maneira a potencializar o desenvolvimento sustentável do negócio no longo prazo.

A mudança de perspectivas sobre relacionamento com stakeholders e geração de valor em modelos de negócios é fundamental para uma transição contínua de uma abordagem de negócio convencional para sustentável. Esta mudança se torna cada vez mais necessária à medida que novas pressões do ambiente competitivo ficam mais fortes no sentido de diminuir impactos negativos e aumentar impactos positivos tanto sociais quanto ambientais. A partir das três funções de um modelo de negócio - criação, entrega e captura de valor - a tese abordou esta mudança de perspectiva tanto para os atores envolvidos, quanto para o conceito de valor em cada uma dessas funções. A Figura 2 apresenta em resumo as mudanças discutidas ao longo da tese.

Figura 1 - Abordagem de Modelo de Negócio, Stakeholders Envolvidos e Estrutura de Valor



Fonte: a autora.

Em relação à cadeia de valor, o artigo 1 contribui com a literatura pela identificação de drivers e inibidores da colaboração de empresas com seus stakeholders para a geração de inovações sustentáveis via mapeamento por revisão sistemática e rearranjo desses fatores a partir de análise do seu comportamento em casos reais, demonstrando como os drivers e inibidores influenciam no processo de colaboração e por que os stakeholders adotam um ou outro posicionamento à medida que os projetos são desenvolvidos. Além disso, o estudo reforça os resultados da literatura anterior, ao verificar que os drivers mais citados também foram mais proeminentes nos casos analisados: pressões do ambiente externo (leis e legislação, sociedade), pressões do ambiente competitivo (consumidores, fornecedores, intermediários e concorrentes), busca de vantagem competitiva (redução de custos ou diferenciação) e desenvolvimento conjunto de recursos e capacidades. Ao final desta etapa, um novo arranjo dos fatores foi proposto considerando a dinâmica entre *drivers* e inibidores mapeados na literatura e seu comportamento em casos reais de projetos de colaboração no desenvolvimento de iniciativas sustentáveis, o que pode contribuir tanto para a literatura no tema quanto para o desenvolvimento de iniciativas similares às apresentadas no artigo.

O artigo 2, relacionado ao processo de captura de valor, demonstra que as Teorias dos Shareholders (Friedman, 1962) e dos Stakeholders (Freeman, 1984) não são incompatíveis, e que há entre os acionistas, além da busca pelo máximo lucro possível, também uma nova visão de valor dos gerada por um ambiente de negócios cada vez mais complexo em relação a fatores ambientais, sociais e de governança. O estudo apresenta como elementos de complementação da Teoria de Shareholders: (i) a ideia de que, devido a um ambiente de negócios cada vez mais complexo, as regras do ambiente competitivo se tornam cada vez menos claras; (ii) por esse motivo, as empresas vêm assumindo outras responsabilidades além da geração direta de lucros; e (iii) na visão do acionista, esse posicionamento é positivo, desde que essas iniciativas se tornem rentáveis no longo prazo. Dado este contexto, é ressaltado o papel das práticas de governança corporativa como suporte à geração de valor social e ambiental e como fator de resiliência no ambiente competitivo considerando o crescimento e a reputação de negócios no longo prazo.

O artigo 3, focado na entrega de valor, contribui com a literatura de modelos de negócios ao propor uma visão de transição contínua de negócio convencional para sustentável. Neste sentido, há evidências de que as empresas buscam cada vez mais reduzir os impactos negativos causados pelos modelos de negócios a todos os seus stakeholders, mas ainda não são

capazes de se encaixar completamente como um Negócio Sustentável, o que conseqüentemente gera uma maior dificuldade para entregar e comunicar este valor a seus stakeholders. O estudo também contribui com a literatura ao apresentar os aspectos de valor e da estrutura de modelos de negócio que podem influenciar no processo de transição de negócio convencional para sustentável. Em termos práticos, o estudo tem o potencial de facilitar a transição de modelos de negócios convencionais para sustentáveis pela identificação das características de cada abordagem, auxiliando na construção e desdobramentos de estratégias de sustentabilidade das empresas.

5.2 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS

Esta tese tem fundamentalmente um caráter qualitativo ao longo de todas as suas etapas. Em função disso, a pesquisa tem o benefício de avançar no corpo de conhecimento em temáticas emergentes. Por outro lado, uma limitação decorrente do seu caráter qualitativo está no fato de que há um baixo número de casos analisados e indivíduos entrevistados. Para que se possa verificar com maior precisão os resultados apresentados, é necessário que sejam desenvolvidos estudos confirmatórios quantitativos no futuro.

No artigo 1, que focou em aspectos de criação de valor junto a fornecedores, identificando facilitadores e inibidores para a geração de ações sustentáveis, foram utilizadas uma revisão sistemática da literatura e estudos de casos. Considerando a etapa de revisão sistemática, as limitações estão relacionadas ao escopo da análise, como definição de palavras-chave, idioma e bases de dados escolhidas. Apesar disso, os resultados desta etapa são replicáveis e independentes considerando o escopo definido. Já na etapa de estudos de casos, foram considerados dois projetos de inovações ambientalmente sustentáveis com uma mesma empresa focal, o que pode limitar a generalização dos resultados em função de características dos atores envolvidos e do contexto regional, legal e cultural. Em função disso, novas pesquisas podem analisar os resultados da revisão sistemática em outros contextos de inovações sustentáveis com a cadeia de valor. Também, sugere-se como pesquisa futura a quantificação da relevância dos drivers e inibidores propostos pelo estudo. Esta quantificação pode gerar novos modelos a partir do framework apresentado no artigo 1, que podem ser complementados e comparados, inclusive, a partir da proposta anterior de estudo futuro sobre análise em outros contextos de inovações sustentáveis.

No artigo 2, focado no processo de captura de valor, se analisou se e como os fatores ESG podem contribuir para gerar valor para os negócios. Nele, foram utilizadas entrevistas em profundidade com indivíduos que representam o papel do acionista no relacionamento de empresas com seus stakeholders. Em função disso, uma limitação está relacionada ao possível viés de seleção dos entrevistados e também ao contexto geográfico considerando que todos os entrevistados são brasileiros. Assim, como continuidade desta segunda etapa da tese, há a necessidade de pesquisas quantitativas que possam verificar se os resultados encontrados são válidos em amostras representativas tanto para o grupo de investidores pessoas físicas quanto para profissionais do mercado financeiro. Além disso, em função do estudo ter identificado uma maior relevância do pilar de Governança, sugere-se um aprofundamento no tema considerando o relacionamento deste pilar com os demais (ambiental e social).

No terceiro artigo, que trabalhou aspectos da proposta de valor sustentável, também foi realizada uma pesquisa qualitativa. Nela, as limitações são referentes aos casos escolhidos, que, apesar de seguirem critérios predefinidos, também podem ter sofrido influência no processo de seleção. Por isso, sugere-se que estudos futuros confirmatórios sejam empregados para verificar se os resultados obtidos são significativos a partir de uma amostra representativa de empresas considerando os mesmos critérios utilizados. Em função do resultado encontrado sobre o momento vivido pelas empresas relativo à transição de modelos de negócios convencionais para modelos de negócios sustentáveis, sugere-se como estudo futuro uma avaliação mais aprofundada, avaliando-se as possíveis mudanças decorrentes deste processo na proposta de valor dos negócios, bem como uma análise temporal sobre como os negócios estão realizando esta transição.

De maneira geral, a tese apresenta contribuições que abrem caminhos para estudos futuros, como é o caso da discussão sobre os poderes que cada grupo de stakeholder exerce ao longo do modelo de negócio (nas funções de criação, entrega e captura de valor) e se o equilíbrio entre os poderes de cada stakeholder nessas etapas tende a gerar um modelo de negócio mais sustentável no longo prazo e/ou se o desequilíbrio de poderes entre os stakeholders tende a dificultar a transição de um modelo de negócio convencional para sustentável.

Além disso, a contribuição relacionada ao papel da Governança da empresa no próprio modelo de negócio e no relacionamento com os stakeholders também possibilita avanços neste

pilar do ESG. Estudos futuros podem abordar fatores de influência para uma melhor condução das empresas a modelos de negócios sustentáveis a partir da observação de casos em empresas com diferentes níveis de avanço nessa transição. Pesquisas neste sentido também têm o potencial de propor direcionadores e construir guias práticos para gestores interessados no tema.

Por fim, uma última sugestão de pesquisa futura está vinculada à mensuração de externalidades dos negócios que buscam avançar em sustentabilidade. Para que se possa verificar se um negócio está deixando de gerar impacto negativo e passando a criar impactos positivos ambientais e sociais, é fundamental que a literatura avance em modelos teóricos que sejam de aplicação simples e prática. É importante que esses modelos possam ser aplicados em casos reais de forma ágil e adequada aos tempos e dinâmicas dos negócios, permitindo, portanto, que os gestores das empresas considerem também as externalidades socioambientais tanto positivas quanto negativas em cada tomada de decisão relevante para o negócio.

REFERÊNCIAS

- Baldassarre, B., Calabretta, G., Bocken, N., & Jaskiewicz, T. (2017). Bridging sustainable business model innovation and user-driven innovation: A process for sustainable value proposition design. *Journal of Cleaner Production*, 147, 175-186. doi: 10.1016/j.jclepro.2017.01.081
- Bocken, N., Short, S., Rana, P., & Evans, S. (2014). A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes. *Journal of Cleaner Production*, 65, 42-56. doi: 10.1016/j.jclepro.2013.11.039
- Boons, F., Montalvo, C., Quist, J., & Wagner, M. (2013). Sustainable innovation, business models and economic performance: an overview. *Journal of Cleaner Production*, 45, 1-8. doi: 10.1016/j.jclepro.2012.08.013
- Chesbrough, H., Lettl, C., & Ritter, T. (2018). Value creation and value capture in open innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 35 (6), 930–938.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston, MA: Pitman.

Freudenreich, B., Lüdeke-Freund, F. & Schaltegger, S. (2020). A Stakeholder Theory Perspective on Business Models: Value Creation for Sustainability. *Journal of Business Ethics* 166, 3–18. doi: 10.1007/s10551-019-04112-z

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: The University of Chicago Press.

Geissdoerfer, M., Vladimirova, D., & Evans, S. (2018). Sustainable business model innovation: a review. *Journal of Cleaner Production*, 198, 401-416. doi: 10.1016/j.jclepro.2018.06.240

Lüdeke-Freund, F. (2019). Sustainable entrepreneurship, innovation, and business models: Integrative framework and propositions for future research. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 665-681. doi: 10.1002/bse.2396

Nosratabadi, S.; Mosavi, A.; Shamshirband, S.; Zavadskas, E.K.; Rakotonirainy, A.; & Chau, K.W. (2019). Sustainable Business Models: a Review. *Sustainability*, 11, 1663. <https://doi.org/10.3390/su11061663>

Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business model generation: A handbook for visionaries, game changers, and challengers*. Hoboken: Wiley.

Osterwalder, A. (2004). *The business model ontology a proposition in a design science approach*. Doctoral dissertation, Université de Lausanne, Faculté des hautes études commerciales.

Schaltegger, S., Hansen, E. G., & Lüdeke-Freund, F. (2016). Business models for sustainability: Origins, present research, and future avenues. *Organization & Environment*, 29(1), 3–10.

Teece, D. J. (2010). Business models, business strategy and innovation. *Long Range Planning*, 43(2/3), 172–194.

Todeschini, B. V., Cortimiglia, M. N., Callegaro-de-Menezes, D., & Ghezzi, A. (2017). Innovative and sustainable business models in the fashion industry: Entrepreneurial drivers, opportunities, and challenges. *Business horizons*, 60(6), 759-770.

Zhang, F., & Zhu, L. (2019). Enhancing corporate sustainable development: Stakeholder pressures, organizational learning, and green innovation. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1012-1026.

APÊNDICE A

Etapa	Profissional do Mercado Financeiro	Investidor Pessoa Física
Identificação do perfil do entrevistado	1) Nome 2) O entrevistado é um investidor pessoa física ou representa uma instituição / fundo de investimento / corretora (pessoa jurídica)? 3) Qual sua área de atuação atual? Trabalhou em outra área anteriormente? (se houve área diferente da atual) Foco da carreira / ocupação atual / experiências anteriores - 4) Formação acadêmica: área e nível (graduação, mestrado, etc) 5) O investimento em ações na bolsa de valores faz parte do seu trabalho? 6) Idade 7) Há quanto tempo você trabalha com investimentos na bolsa de valores? 8) Ao escolher uma empresa para investir, quais fatores você mais leva em consideração? 9) Você segue algum critério de exclusão dentro da sua carteira de investimentos? 10) Se sim para pergunta anterior, explique os motivos que fazem você seguir esse critério 11) entre os aspectos a seguir, quais você entende que são os mais importantes (até 3): agilidade, resultado financeiro, impacto social, impacto ambiental, qualidade, satisfação do cliente, governança 12) Dentro da sua carteira atual, você sabe de alguma empresa que foca / é referência em sustentabilidade? Qual?	1) Nome 2) O entrevistado é um investidor pessoa física ou representa uma instituição / fundo de investimento / corretora (pessoa jurídica)? 3) Qual sua área de atuação atual? Trabalhou em outra área anteriormente? (se houve área diferente da atual) Foco da carreira / ocupação atual / experiências anteriores - 4) Formação acadêmica: área e nível (graduação, mestrado, etc) 5) Você investe em ações na bolsa de valores? 6) Idade 7) Há quanto tempo você se considera um investidor na bolsa? 8) Ao escolher uma empresa para investir, quais fatores você mais leva em consideração? 9) Você segue algum critério de exclusão dentro da sua carteira de investimentos? 10) Se sim para pergunta anterior, explique os motivos que fazem você seguir esse critério 11) entre os aspectos a seguir, quais você entende que são os mais importantes (até 3): agilidade, resultado financeiro, impacto social, impacto ambiental, qualidade, satisfação do cliente, governança 12) Dentro da sua carteira atual, você sabe de alguma empresa que foca / é referência em sustentabilidade? Qual?
Sustentabilidade e Geração de Valor aos Stakeholders	1) Você acredita que organizações que focam em práticas sustentáveis geram valor para acionistas? Por quê? E para stakeholders não acionistas? 2) Na sua percepção, quando a organização busca contemplar o bem-estar dos stakeholders não acionistas, tal ação pode gerar algum tipo de conflito com os interesses dos acionistas? (se sim: Como isso pode ocorrer?; se não: Por quê?) 3) É possível para as organizações conciliarem interesses dos acionistas e dos stakeholders não acionistas em situações de crise, como a ocasionada pela Pandemia da COVID-19? (se sim: Como isso pode ocorrer?; se não: Por quê?)	1) Você acredita que organizações que focam em práticas sustentáveis geram valor para investidores? Por quê? E para stakeholders não acionistas? 2) Na sua percepção, quando a organização busca contemplar o bem-estar dos stakeholders não acionistas, tal ação pode gerar algum tipo de conflito com os interesses dos investidores? (se sim: Como isso pode ocorrer?; se não: Por quê?) 3) É possível para as organizações conciliarem interesses dos acionistas e dos stakeholders não acionistas em situações de crise, como a ocasionada pela Pandemia da COVID-19? (se sim: Como isso pode ocorrer?; se não: Por quê?)
ESG: percepções e sustentação no longo prazo	4) Você conhece a sigla ESG / ASG ? Como você definiria? 5) (se sim para a pergunta anterior) Como você percebe o comportamento dos acionistas frente aos temas ESG? A demanda é crescente? Há fatores que indicam que a mesma irá se manter no longo prazo? 6) Considerando os pilares ambiental, social e governança, a resposta dos investidores é mais exagerada a algum deles? Por quê?	4) Você conhece a sigla ESG / ASG ? Como você definiria? 5) (se sim para a pergunta anterior (se não para a pergunta anterior, apresentar a definição da sigla e seguir com a pergunta, se sim para a pergunta anterior, seguir diretamente) Como você descreve seu comportamento frente aos temas ESG? Pretende ampliar seus investimentos? Há fatores que indicam que será válido no longo prazo? Que fatores são esses? 6) Considerando os pilares ambiental, social e governança, você considera alguma mais relevante? Por quê?
ESG: riscos e resiliência	7) Práticas ESG suavizam a ansiedade dos investidores em situações de crise? Por quê? 8) Você acredita que o desempenho em temas ESG mitiga o risco financeiro durante a crise financeira? 9) Há maior resiliência nas organizações que focam em ESG? (se sim: que variáveis sustentam esse comportamento na sua percepção?; se não: Por quê?)	7) Práticas ESG fazem com que você se sinta mais seguro com relação aos investimentos em situações de crise? Por quê? 8) Você acredita que o desempenho em temas ESG mitiga o risco financeiro durante a crise financeira? 9) Há maior resiliência nas organizações que focam em ESG? (se sim: que variáveis sustentam esse comportamento na sua percepção?; se não: Por quê?)