



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas  
Públicas  
Departamento de Administração

**GUILHERME SILVEIRA SEGATO**

**ANÁLISE DA OFERTA DE ATIVOS ESG POR INSTITUIÇÕES  
FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Brasília – DF  
2023

GUILHERME SILVEIRA SEGATO

**ANÁLISE DA OFERTA DE ATIVOS ESG POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS  
BRASILEIRAS**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Silveira Conke

Brasília – DF

2023

GUILHERME SILVEIRA SEGATO

**ANÁLISE DA OFERTA DE PRODUTOS ESG POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS  
BRASILEIRAS**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do  
Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

**Guilherme Silveira Segato**

Prof. Dr. Leonardo S. Conke  
Orientador

Prof. Dr. Cecílio Elias Daher  
Examinador

Prof. Dr. Vinicius Amorim Sobreiro  
Examinador

Brasília, 11 de julho de 2023

## RESUMO

A disseminação de práticas ESG – aquelas que consideram aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa – e de investimentos sustentáveis tem ocorrido no período recente, em ritmo diferente entre os países. Para além da incorporação dos aspectos ESG à sua gestão interna, as instituições financeiras vêm disponibilizando a seus clientes opções de investimento que consideram esses três eixos. Por isso, o objetivo nesta pesquisa foi analisar os motivos que levam as instituições financeiras brasileiras a ofertar ativos ESG aos seus clientes. Foi realizado um levantamento com as 22 instituições que ofertam fundos considerados sustentáveis pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) no momento do estudo, sendo que 14 dessas instituições participaram da pesquisa. A partir das respostas, concluiu-se que as instituições financeiras brasileiras ofertam ativos ESG por dois principais motivos: em primeiro lugar, a oferta se dá em prol de seu posicionamento de mercado, sendo este uma decisão estratégica ou com o objetivo de obtenção de selos de sustentabilidade; o segundo motivo envolve um melhor gerenciamento de riscos, isto é, menor oscilação de valor de mercado frente a ativos tradicionais. Adicionalmente, descobriu-se que um dos fatores que inibe a oferta de ativos ESG é a dificuldade de obtenção de informação suficiente, confiável e disponível sobre os ativos analisados.

**Palavras-chave:** Ativos financeiros. Investimentos ESG. ASG. Instituições financeiras.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Tipos de Investimentos ESG.....	12
Quadro 2 - Características e requisitos para os tipos de fundo .....	13
Quadro 3 - Principais barreiras à adoção dos aspectos ESG na análise de investimentos ..	18
Quadro 4 - Gestoras dos fundos com classificações de sustentabilidade da ANBIMA.....	20
Quadro 5 - Roteiro de pesquisa .....	22

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Produtos ESG ofertados.....	24
Gráfico 2 - Tempo de oferta de ativos ESG .....	25
Gráfico 3 - Distribuição dos investidores em ativos ESG entre pessoa física e pessoa jurídica .....	26
Gráfico 4 - Perfil (setor de atividade) dos investidores que optam por ativos ESG .....	27
Gráfico 5 - Fontes de informação utilizadas para a análise ESG .....	28
Gráfico 6 - Expectativa quanto à oferta de ativos ESG no Brasil.....	28
Gráfico 7 - Motivação da instituição para oferta de produtos ESG .....	30
Gráfico 8 - Fatores inibidores do crescimento da oferta de ativos ESG .....	32
Gráfico 9 - Relação de retorno financeiro entre ativos ESG e ativos tradicionais .....	33
Gráfico 10 - Relação de taxas e custos entre ativos ESG e ativos tradicionais .....	34

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>REVISÃO TEÓRICA.....</b>	<b>10</b>
2.1	INVESTIMENTOS FINANCEIROS ESG.....	10
2.2	REGULAÇÃO DE ESG NO BRASIL.....	11
2.3	NORTEADORES E INIBIDORES DA ADOÇÃO DOS ASPECTOS ESG NA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS.....	13
<b>3</b>	<b>MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....</b>	<b>19</b>
3.1	PARTICIPANTES DA PESQUISA .....	19
3.2	INSTRUMENTO DE PESQUISA, COLETA E ANÁLISE DE DADOS .....	21
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÃO.....</b>	<b>23</b>
4.1	OFERTA DE ATIVOS ESG NO BRASIL .....	23
4.2	NORTEADORES E INIBIDORES DA OFERTA DE ATIVOS ESG NO BRASIL..	29
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>35</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>38</b>
	<b>APÊNDICES .....</b>	<b>43</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As organizações tendem a observar as demandas que o seu ambiente faz na hora de definir suas estratégias e ações. Ultimamente, as demandas têm se concentrado em áreas como a preocupação ambiental, os efeitos sociais das organizações e a transparência nas suas ações.

A escassez de recursos naturais, que foi mais fortemente percebida por eventos como a Crise do Petróleo, na década de 1970, decorrente da descoberta de que o combustível não era renovável, contribuiu para uma maior preocupação das empresas e organizações da sociedade com iniciativas voltadas à sua preservação. Somado a isso, houve no período recente a transferência de parte expressiva da produção das maiores corporações globais para países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, usualmente com leis ambientais e trabalhistas menos rígidas e com incentivos fiscais para o estabelecimento de indústrias nos locais, movimento que tem trazido sérios impactos para tais populações, desde a precarização do trabalho, representada por baixos salários e redução de direitos trabalhistas, até impactos sanitários decorrentes do inadequado tratamento de resíduos decorrentes da produção industrial.

Além disso, foi observada a ocorrência de fraudes contábeis em grandes empresas nacionais e estrangeiras nas últimas décadas, com grandes impactos no mercado, sendo estas possibilitadas, dentre outros fatores, por falhas em controles internos (RAMOS, 2015). Tais fraudes levaram a uma maior pressão sobre as empresas para a melhoria de suas práticas de governança corporativa, sendo um exemplo disso a criação da Lei *Sarbanes-Oxley*, nos Estados Unidos (BONOTTO, 2010).

Considerando seu papel de financiador das empresas por meio de empréstimos e outras formas de crédito, como os ativos financeiros, o mercado financeiro tem presenciado, nas últimas décadas, a disseminação de ações em escala local, nacional e global focadas no desenvolvimento econômico alinhado a boas práticas ambientais, sociais e de governança. Em junho de 2004, foi divulgado o relatório *“Who Cares Wins”* (“Ganha quem se importa”) (IFC, 2004), que deu origem à sigla ESG, relativa a *Environmental, Social and Governance*, ou ambiental, social e governança (ASG), em português. O termo foi criado para definir a incorporação no mercado financeiro do enfoque em investimentos em empresas que tenham práticas

compatíveis com esses três eixos, e foi posteriormente disseminado para demais setores econômicos, caracterizando empresas que consideram aspectos ambientais, sociais e de governança em sua gestão e atividades.

A partir de então, instituições financeiras de diversos países vêm aumentando sua oferta de produtos que considerem os critérios ESG, sendo o principal produto nesse âmbito o fundo de investimento, de forma que fundos que considerem critérios ESG já são os mais representativos em países como Canadá e Austrália (ANBIMA, 2020). Além disso, as instituições financeiras já vêm incorporando, em sua análise de risco de crédito de carteiras tradicionais, critérios ambientais e sociais relacionados aos tomadores de empréstimos (ANJOS; NOGUEIRA, 2022).

O mercado financeiro passou a ter interesse por empresas com práticas de responsabilidade social e ambiental na década de 1960, quando os primeiros fundos do tipo foram criados nos EUA, como o *Trillium* e o *Pax World Fund*. Tais fundos adotavam a estratégia de exclusão de empresas de setores considerados danosos à sociedade e ao meio ambiente, como os de armas, fumo, petróleo e mineração, passando depois a adotar estratégias de inclusão de setores considerados promissores, tais como o de energia eólica e solar, reciclagem e informática (LOPES, 2022). Na Europa, também foram precursoras da criação de fundos ESG a Suécia, com o fundo *Aktie Ansvar Myrberg*, e a França, com o *Amundi's Pioneer Fund* (ANBIMA, 2022b).

Na década de 1990, critérios definidos como Investimentos Socialmente Responsáveis (IRS) estabeleceram diversos requisitos a serem considerados para títulos negociados em bolsas de valores, por exemplo o *Dow Jones Sustainability TM World Enlarged Index*, índice que compara as empresas mais bem classificadas de cada indústria conforme critérios ESG, com um critério negativo em um dado universo (NAUM, 2018). No Brasil, a adoção de práticas voltadas à sustentabilidade corporativa e às finanças sustentáveis se iniciou no final da década de 1970, quando empresas passaram a publicar balanços sociais, espécies de relatórios de sustentabilidade. No início dos anos 2000, fundos que repassavam uma parcela da taxa de administração para organizações sociais ou ambientais foram criados, prática que atualmente está em desuso, bem como fundos que investiam em empresas consideradas sustentáveis (ANBIMA, 2022b).

Seguindo a mesma tendência, os bancos e demais instituições financeiras brasileiros também vêm ampliando e aprimorando sua oferta de produtos ESG a seus



clientes. Adicionalmente, há a incorporação dos princípios ESG na própria gestão de riscos das instituições, incluindo os riscos ambientais, sociais e de governança na precificação de produtos de seguros e em análises de limites de crédito de clientes, por exemplo (REZENDE; SANTOS, 2006). Sendo assim, nesta pesquisa, tem-se como objetivo **analisar os motivos – fatores propulsores – que levam as instituições financeiras brasileiras a ofertar ativos ESG aos seus clientes.**

Por isso, entende-se que o estudo deste tema pode melhorar a compreensão sobre o comportamento da oferta deste tipo de ativo e, conseqüentemente, contribuir para o aumento da sua oferta.

Enquanto menos de 20 empresas divulgavam dados ESG no início da década de 1990, o número de companhias divulgando relatórios de sustentabilidade ou relatórios integrados cresceu para cerca de 9.000 em 2016 (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018). O fato de a responsabilidade social e ambiental ter se tornado um ponto focal societal nos últimos anos fez com que essa tendência tenha transcendido para os mercados financeiros (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018). Ainda assim, a integração do ESG à análise de investimentos é um processo em evolução no Brasil e no mundo, tanto no mercado financeiro, quanto na adoção dos fatores pelas empresas (REZENDE; SANTOS, 2006). Enquanto em 2018, 18% dos gestores entrevistados contavam com funcionários diretamente envolvidos ou treinados para a atuação em ESG, tal índice se elevou para 53% em 2021 (ANBIMA, 2021b).

Estudos anteriores visaram analisar os efeitos positivos da atividade ESG nas empresas, sob o ponto de vistas dos custos de monitoramento para empresas que se envolvem em atividades ESG (HEALY; PALEPU, 2011), da relação entre o comportamento ético e a atração de clientes (MACKEY; MACKEY; BARNEY, 2007), da relação entre o aumento da reputação e melhoria da imagem da marca no mercado e as atividades sociais desempenhadas (GODFREY et al., 2009) e da relação entre a divulgação de sustentabilidade e o custo de capital (EL GHOUL et al., 2011). Além disso, estudos se dedicaram a entender por que os investidores utilizam informações ESG (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018) e os principais obstáculos à disseminação da integração de aspectos ESG ao longo da cadeia de investimentos (MOOIJ, 2018). No entanto, foi observado espaço para contribuição no comportamento da oferta de ativos ESG por instituições financeiras, em termos das principais motivações dos ofertantes e dos principais obstáculos ao crescimento da oferta, motivo pelo qual esta pesquisa foi sugerida.

## 2 REVISÃO TEÓRICA

A sigla ESG foi cunhada no contexto da consideração de aspectos socioambientais e de governança nos investimentos financeiros (IFC, 2004). Em geral, investimentos podem ser considerados a destinação de recursos, no presente, com a expectativa de obtenção de benefícios futuros. Dentre as formas a que podem se destinar os investimentos, estão os ativos financeiros, que são os meios pelos quais são reivindicados direitos sobre ativos reais da economia – recursos para produção de bens e serviços e, em última instância, riqueza. Em termos gerais, há dois principais tipos de ativos financeiros: os títulos de renda fixa, caracterizados por um fluxo predefinido de renda ou por um fluxo de renda atrelado a um indexador específico; e os títulos de renda variável, caracterizados pela participação na propriedade da corporação, sendo o rendimento atrelado à valorização da corporação e aos dividendos distribuídos (BODIE et al., 2015). Nas seções a seguir, será abordada a vertente ESG dos investimentos financeiros, assunto principal neste trabalho.

### 2.1 INVESTIMENTOS FINANCEIROS ESG

A integração ESG na análise de investimentos pode ser definida como a inclusão explícita, por gerentes de ativos, dos riscos e oportunidades decorrentes dos princípios de ESG em análises financeiras tradicionais e em decisões de investimentos baseadas em um processo sistemático e em fontes de pesquisa apropriadas (VAN DUUREN et al., 2015). No Brasil, especificamente, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais não utilizou a ideia de ESG, mas definiu similarmente, o investimento sustentável como aquele “com objetivo intencional de proteger, contribuir, evitar danos ou degradações, gerar impacto positivo e/ou assegurar direitos em questões ambientais, sociais e/ou de governança sem que haja intenção de comprometer o desempenho financeiro do fundo” (ANBIMA, 2021b, s.n.).

Aspectos ESG são variáveis agregadas que resultam da ponderação de diversos indexadores heterogêneos: meio-ambiente (do inglês *Environmental* - E), que inclui o uso sustentável de recursos, emissões e inovação na redução de impactos ambientais; social (do inglês *social* - S), que compreende, por exemplo, satisfação no

trabalho, saúde e segurança do trabalho, diversidade, equidade e direitos humanos; e atividades de governança (do inglês *Governance* - G), que incluem, por exemplo, o cumprimento das melhores práticas, tratamento igual dos acionistas e a integração dos objetivos não financeiros nas decisões estratégicas e gerenciais (CHIARAMONTE et al., 2021). ESG consiste ainda em informações a respeito da taxa de emissão de gases poluentes de uma empresa, direitos humanos, práticas trabalhistas, governança corporativa, dentre outros âmbitos, relacionados à eficiência socioambiental e o gerenciamento de riscos de curto e longo prazo das organizações.

Quanto à forma como os aspectos ESG são incorporados à gestão de ativos, os profissionais desse segmento têm construído um vasto conjunto de estratégias em resposta à popularidade emergente dos investimentos responsáveis (MOOIJ, 2018), sendo que tais estratégias estão apresentadas no Quadro 1. A informação ESG tem sido predominantemente utilizada para engajamento com as empresas, de forma integrada a modelos de avaliação, e para a triagem da carteira, particularmente de forma negativa, em oposição à triagem positiva ou relativa. De forma geral, investidores aplicam estratégias de triagem – que envolvem a exclusão de empresas não consideradas socialmente responsáveis ou a inclusão de empresas socialmente responsáveis – para estratégias de produtos e fins éticos, enquanto tendem a implementar integração ESG por conta de fins econômicos (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018). Acima de tudo, as estratégias devem ser adequadas a cada contexto, conforme cultura e perfil dos ativos sob gestão, as características dos mandatos e o público de relacionamento (EUROSIF, 2014).

## 2.2 REGULAÇÃO DE ESG NO BRASIL

No Brasil, a supervisão do mercado de capitais, que engloba os fundos de investimento, é atribuição primária da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia do Governo Federal vinculada ao Conselho Monetário Nacional (CMN). No entanto, em função da recenticidade da disseminação das práticas ESG no país, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que atua como autorreguladora do mercado, tem desempenhado papel complementar na definição de diretrizes para a classificação e divulgação de ativos ESG. Dentre as ações, a ANBIMA possui um Grupo Consultivo de Sustentabilidade, criado em 2015, que visa estimular a troca de experiência sobre o tema entre os

associados (ANBIMA, 2020).

Quadro 1 - Tipos de Investimentos ESG

TIPO	DESCRIÇÃO
<b>Engajamento/ propriedade ativa</b>	Uso do poder do acionista para influenciar o comportamento corporativo através de engajamento direto com a empresa, atendendo aos propósitos dos acionistas.
<b>Integração total</b>	Inclusão explícita de fatores ESG dentro da análise financeira tradicional de ativos individuais.
<b>Triagem negativa</b>	Exclusão de setores, empresas ou práticas de um fundo ou carteira com base em critérios ESG específicos.
<b>Triagem positiva</b>	Inclusão de setores, empresas ou práticas em um fundo ou carteira com base em critérios ESG mínimos específicos.
<b>Triagem relativa/ extraordinária</b>	Investimento em setores, empresas ou projetos selecionados por conta de desempenho ESG relativo a seus pares na indústria.
<b>Sobreposição</b>	Uso de estratégias de investimentos ou produtos para alterar características ESG específicas agregadas de um fundo ou carteira de investimentos para um nível desejado.
<b>Investimento temático</b>	Investimento em temas ou ativos especificamente relacionados a fatores ESG, tais como energia limpa, tecnologia verde ou agricultura sustentável.
<b>Fator de risco/ prêmio de risco</b>	Inclusão de informação ESG na análise de risco sistemático.

Fonte: Adaptado de Amel-Zadeh e Serafeim (2018) e ANBIMA (2020).

Nesse sentido, a ANBIMA estabeleceu regras para a adequada identificação de fundos de investimentos sustentáveis (“fundos IS”), para a diferenciação dos fundos que já incorporam riscos e oportunidades ESG daqueles que não o fazem, e para o estabelecimento de requisitos de demonstração e divulgação do compromisso com a sustentabilidade aos investidores (ANBIMA, 2022b). As medidas da Associação têm como propósito mitigar riscos de *greenwashing* – tentativa de criação de falsa aparência de sustentabilidade, sem aplicação prática correspondente (IDEC, 2023) – sendo que não se limitam à composição da carteira dos fundos: também requerem que o gestor ateste e preste informações sobre a política e governança voltadas à sustentabilidade.

A ANBIMA estabeleceu duas principais formas de identificação dos fundos: a primeira estabelece que fundos que tenham como objetivo o investimento sustentável, atestando tal compromisso e dando transparência a tais características ao investidor, possam trazer o sufixo “IS” ao final de seu nome; a segunda forma estabelece que fundos que integrem aspectos ESG, mesmo não sendo em decorrência de seu

objetivo, possam divulgar tal condição em seus materiais publicitários (ANBIMA, 2022b). Para cada uma das duas formas de classificação (Quadro 2), a ANBIMA estabeleceu regras menos prescritivas e mais baseadas em compromisso, diligência e transparência de políticas e práticas dos gestores e fundos, em linha com tendências internacionais de valorizarem mais a consistência das metodologias utilizadas e demais elementos da análise ESG.

Quadro 2 - Características e requisitos para os tipos de fundo

CLASSIFICAÇÃO	COMPROMISSO COM A SUSTENTABILIDADE	AÇÕES CONTINUADAS	TRANSPARÊNCIA
<b>Fundo IS</b>	Objetivo do fundo deve ser investimento sustentável (regulamento, políticas e declaração)	Estratégia, outras ferramentas de engajamento, limitações de metodologias, medidas de <i>due dilligence</i> e monitoramento	Nome do fundo inclui "IS"
<b>Fundo ESG</b>	Política de investimento inclui consideração ESG	Metodologia e dados, outras ferramentas, engajamento, medidas de <i>due dilligence</i>	Marketing inclui frase "esse fundo integra questões ESG em sua gestão"

Fonte: Adaptado de Anbima (2022b).

Atualmente, a autorregulação da ANBIMA se restringe aos fundos de renda fixa e fundos de ações. No entanto, a Associação vislumbra a extensão de critérios para FIDCs (fundos de investimento em direitos creditórios), FIPs (fundos de investimento em participação), fundos imobiliários e fundos multimercados (ANBIMA, 2022b). Ainda, a integração de aspectos ESG na decisão de alocação de recursos é um indicativo de boa prática de gestão de ativos, portanto a adoção gradual das práticas e recursos necessários para a integração desses aspectos deve ser normalizada por todos os gestores, tornando-se algo sistemático e processual na gestão de ativos, não se restringindo a uma identificação específica (ANBIMA, 2021a).

### 2.3 NORTEADORES E INIBIDORES DA ADOÇÃO DOS ASPECTOS ESG NA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

Há, no campo de estudo de finanças, teorias que explicam o maior ou menor grau de aderência a estratégias ESG. A visão do *stakeholder* sobre ESG argumenta

que a firma tem uma obrigação ética de maximizar o valor de todos os seus *stakeholders* (clientes, devedores, empregados e órgãos reguladores) (AZMI et al., 2021). Como parte dessa visão, Porter e Kramer (2006) argumentam que as atividades ESG devem ser uma fonte de oportunidade, vantagem competitiva e inovação corporativa em vez de um custo, ação de caridade ou mesmo uma restrição. Dessa forma, beneficiam vários stakeholders e, em última instância, criam valor direto aos acionistas (PORTER; KRAMER, 2011). Os gerentes se envolveriam em atividades ESG de modo a fortalecer relações com vários *stakeholders*, promovendo condições de negócios favoráveis (BARNETT, 2007; JO; HARJOTO, 2011). Logo, de acordo com essa teoria, o aumento de atividade ESG deve levar ao aumento de valor da firma (AZMI et al., 2021). De forma similar, a visão baseada em recursos estabelece que atividades ESG podem ser vistas como investimentos estratégicos, que podem auxiliar as empresas a ganhar vantagem competitiva adquirindo habilidades adicionais que seriam difíceis de replicar (RUSSO; FOUTS, 1997).

Por outro lado, a visão do *trade-off* trata ESG como um potencial uso ineficiente dos recursos, sob a lógica de que os recursos alocados em atividades ESG poderiam ter sido utilizados de formas mais eficientes pela empresa, argumentando, portanto, que os gerentes devem maximizar o valor da empresa e se abster de iniciativas socialmente responsáveis para transformar o mundo em um lugar melhor (FRIEDMAN, 1970). Nesse sentido, o envolvimento em demasia de empresas em atividades de responsabilidade social corporativa é questionado, em termos de se isso as coloca em uma posição financeira menos favorável que seus concorrentes (LIU et al., 2017). Além disso, o desempenho social corporativo pode influenciar o desempenho financeiro negativamente em função da percepção negativa dos *stakeholders* sobre a alta ênfase no desempenho social corporativo (UTZ, 2017). Segundo a teoria da agência, gerentes se envolvem em atividades ESG como uma forma de perseguir seus desejos, uma vez que a atenção da mídia e a publicidade decorrente dessas atividades podem ajudá-los a construir sua reputação e beneficiá-los pessoalmente às custas da firma (AZMI et al., 2021).

Diversos estudos se dedicaram à análise da relação entre os investimentos em ESG (comumente denominados “responsáveis”) e suas estratégias (integração total, triagem positiva, triagem negativa etc.) e o retorno das carteiras que contêm esses ativos (frequentemente sendo representadas por fundos de investimentos denominados “verdes”).

As conclusões quanto à relação entre a adoção de práticas e o retorno financeiro dos ativos são difusas: alguns estudos identificaram redução do desempenho em carteiras formadas com base em aspectos ESG frente a carteiras similares (BRAMMER; BROOKS; PAVELIN, 2006; HONG; KACPERCZYK, 2009); outros estudos identificaram que investimentos socialmente responsáveis não apresentam diferença de desempenho em relação a fundos convencionais (BAUER; DERWALL; OTTEN, 2007; STATMAN, 2000; BAUER; KOEDJIK; OTTEN, 2005; RENNEBOOG; TER HORST; ZHANG, 2008); enquanto outros estudos apontam uma relação positiva entre estratégias de investimentos que consideram aspectos ESG e o retorno dos ativos (KHAN, SERAFEIM; YOON, 2016; EDMANS, 2011; HARTZMARK; SUSSMAN, 2019; AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018).

Khan, Serafeim e Yoon (2016) identificaram que carteiras formadas a partir de triagem positiva baseada em questões materiais de ESG performaram acima de carteiras similares, assim como aquelas formadas a partir de triagem positiva baseada em pontos individuais de dados ESG, como satisfação dos empregados (EDMANS, 2011). Hartzmark e Sussman (2019) identificaram que, quanto mais sustentável for considerado o fundo, maior o seu provável desempenho futuro e menor o seu risco.

Quanto à opinião dos investidores de uma forma geral, estes consideram que todas as estratégias de investimentos ESG, exceto os métodos de triagem negativa, têm um impacto positivo nos retornos financeiros, e a ampla maioria dos investidores entrevistados são motivados por questões financeiras ao invés de questões éticas a utilizar dados ESG (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018).

Embora pareça crescente a adoção de aspectos ESG nos processos de análise de investimentos e gestão de ativos, diversos fatores ainda representam barreiras à disseminação da utilização de seus aspectos no mercado financeiro. Como exemplo de questão que permanece como barreira à adoção de ESG, tem-se a crença de que o desempenho ESG de uma empresa não afeta e até prejudica sua competitividade e seu desempenho financeiro, por conta da necessidade de altos investimentos. Um outro exemplo é a crença de que os aspectos ESG entram em conflito com o dever fiduciário, em função da visão sobre menores retornos financeiros decorrentes da adoção de aspectos ESG (KIERNAN, 2007).

Um dos principais desafios, não restrito apenas aos aspectos ESG, é a visão de curto prazo nos mercados financeiros: as empresas não têm capacidade suficiente de influenciar os investidores que adquirem suas ações. Dessa forma, como a grande

maioria dos investidores possui foco no ganho de curto prazo - entre três meses e um ano, gerentes das organizações são muitas vezes incentivados a sacrificar metas de sustentabilidade visando atender metas de ganhos de curto prazo (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018). Entretanto, embora a ênfase dos aspectos ESG seja no desempenho de longo prazo, eles também endereçam fatores que podem ter impacto em muito menor prazo sobre crescimento, rentabilidade e valor, tais como capital humano, cadeia de suprimentos e mudanças regulatórias, questões críticas que podem impactar as organizações e seus resultados de curto prazo (JPMORGAN, 2017).

Para investidores globais, o benefício da adoção do ESG é observado sob a forma de uma estratégia mais abrangente de gerenciamento de risco, incluindo os riscos advindos dos aspectos de ESG, o que pode beneficiá-los também pela comprovada geração superior de valor. Além disso, tais investidores globais detêm uma parcela substancial da economia, sendo seus portfólios altamente diversificados. Por conta disso, para eles, o ESG é naturalmente importante, tendo em vista que o erro de uma empresa pode ser o custo de outra (MOOIJ, 2018). Nesse sentido, no que tange ao papel dos investidores, eles podem auxiliar na transição para investimentos de mais longo prazo e tirar o mercado do foco no curto prazo (WONG, 2010). Em função de sua relevância, investidores podem constituir uma força coercitiva importante e direcionar os gestores de ativos e as empresas de suas carteiras a ir além das regulações mínimas. No entanto, ainda há espaço considerável para melhoria no que tange a quanto os investidores influenciam seus gestores de ativos em relação ao ESG (MOOIJ, 2018). Muitos investidores e empresas ainda acreditam que o ESG deva ser incorporado somente por razões éticas, o que leva o tema a ser tratado com frequência como um assunto periférico, que será o primeiro a ser abandonado em situações críticas. Por conta disso, o ESG é frequentemente não integrado ao *core business*, mesmo que devesse ser, para que fossem colhidos os benefícios (MOOIJ, 2018).

Um outro aspecto que inibe a adoção de aspectos ESG na análise de investimentos é o diálogo entre investidores institucionais e gestores de ativos, comprometido pelas diferenças de conhecimento dos profissionais, atribuível à falta de consenso e educação em integração ESG. Investidores alegam exercer pressão em seus gestores de ativos para incorporar ESG em suas estratégias de investimentos, o que, no entanto, não condiz com a afirmação dos gestores, de que



não são suficientemente desafiados pelos investidores (MOOIJ, 2018). Dessa forma, visando ao aumento da adoção ESG aos investimentos, os investidores deveriam ser mais assertivos e, ao ter consciência sobre seus poderes e responsabilidades, incentivar os gestores de ativos a realizar a integração e fomentar melhorias relacionadas a questões ESG em empresas nas quais investem (LOUCHE; HEBB, 2014; KIERNAN, 2017).

Há também o fator relacionado à informação ESG. Segundo Amel-Zadeh e Serafeim (2018), os maiores desafios que investidores enfrentam no processo de integração de informação ESG aos seus processos de investimentos são a falta de comparabilidade entre as empresas, bem como a falta de padrões governando a divulgação de informações ESG. De fato, embora a indústria de iniciativas de ESG, responsável pela definição de ratings e rankings, tenha auxiliado no aumento da adoção de ESG por empresas ao exercer pressão normativa e expô-las a divulgações relacionadas a ESG, esta indústria tem atuado como um impedimento para a adoção de investimentos responsáveis, em função da ampla quantidade de agências de rating, com julgamentos questionáveis (MOOIJ, 2018). Investidores institucionais, por sua vez, apontam a dificuldade em capturar o desempenho ambiental e social, e que melhores métricas auxiliariam a suprir essa dificuldade. Além disso, a falta de consenso sobre o que significa ESG é um obstáculo, uma vez que essa incerteza prejudica a taxa de adoção (MOOIJ, 2018).

Segundo Kiernan (2007), os fatores que impedem a adoção ESG têm criado uma barreira praticamente intransponível entre o setor operacional e os setores de investimento das empresas – a parte da empresa que gera o resultado que possibilita o funcionamento do lado operacional. Uma vez que os dirigentes e conselheiros perceberem que o desempenho dos fatores ESG pode afetar diretamente o custo e a disponibilidade do capital, intensificarão os esforços para reduzir e atenuar os impactos sociais e ambientais (KIERNAN, 2007).

As principais barreiras à adoção dos aspectos ESG na análise de investimentos são apresentadas no Quadro 3, com sua respectiva descrição.

Quadro 3 - Principais barreiras à adoção dos aspectos ESG na análise de investimentos

<b>ESTILO</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>
<b>Crença de que há relação negativa entre ESG e desempenho financeiro</b>	Acredita-se que o desempenho ESG de uma empresa não afeta e até prejudica sua competitividade, em função da necessidade de altos investimentos.
<b>Crença de que há conflito entre ESG e o dever fiduciário</b>	Acredita-se que, pelo fato de ativos ESG supostamente trazerem menores retornos que ativos tradicionais, a adoção de aspectos ESG à estratégia de investimentos conflita com o dever fiduciário, segundo o qual o gestor deve agir no melhor interesse do investidor.
<b>Visão de curto prazo dos mercados financeiros</b>	Sacrifício de metas de sustentabilidade, que têm potencial para maior geração de valor no longo prazo, em função de metas de resultado de curto prazo - entre três meses e um ano.
<b>Conservadorismo do mercado financeiro</b>	Dependência da adoção de mudanças microestruturais para conscientização coletiva, para uma disseminação dos aspectos ESG, que é dificultada em função da aversão a mudanças do mercado financeiro.
<b>Tratamento de ESG como um assunto periférico</b>	Acredita-se que o ESG deva ser incorporado somente por razões éticas, levando o tema a ser tratado como um assunto periférico, e o primeiro a ser abandonado em situações de crise.
<b>Obtenção de informações para análise ESG</b>	Falta de comparabilidade entre as empresas, falta de padrões para divulgação de informações, dificuldade na identificação de fontes, falta de dados comparáveis, confiáveis e históricos, ausência de auditoria das informações, fontes inadequadas, falta de integração entre os dados ESG e o resultado das empresas.
<b>Diferença de conhecimento sobre ESG entre investidores e gestores</b>	Comprometimento do diálogo entre investidores e gestores, em função dos diferentes níveis de conhecimento e falta de consenso sobre o tema, bem como da variedade dos formatos de capacitação dos investidores e gestores sobre o tema.

Fonte: Kiernan (2007); Amel-Zadeh (2018); Eccles e Kastropeli (2017); Bourghelle, Jemel e Louche (2009); Mooij (2018); Naum (2018). Elaborado pelo autor.

### 3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

A abordagem utilizada nesta pesquisa foi o levantamento, que é caracterizado pela indagação direta de um grupo cujo comportamento se deseja conhecer. Os levantamentos ocorrem mediante solicitação de informações a uma parte representativa da população, com o intuito de expandir as conclusões obtidas com a amostra para toda a população. Como principal vantagem do levantamento, destaca-se o conhecimento mais direto da realidade, uma vez que o comportamento, crença e opiniões são informados pelas próprias pessoas, tornando a investigação mais livre de vieses dos pesquisadores (GIL, 2008).

Sendo assim, foi considerado o levantamento como método para esta pesquisa, tendo em vista o objetivo de analisar os motivos que levam as instituições financeiras brasileiras a ofertar ativos ESG aos seus clientes através da indagação direta a profissionais que trabalham em ESG ou em gestão de ativos nestas instituições. Ademais, o levantamento foi considerado em função de permitir a análise comparativa dos dados obtidos em forma de resposta, e de permitir a extensão das conclusões obtidas para a população indagada para todo o universo analisado.

#### 3.1 PARTICIPANTES DA PESQUISA

Considerando o objetivo proposto, definiu-se como público-alvo as gestoras (*asset managements*) de fundos sustentáveis que operam no Brasil. Ao realizar a busca de gestoras de fundos sustentáveis, identificou-se que os fundos eram geridos por 22 gestoras, que foram o público-alvo deste estudo e estão listadas no Quadro 4. Foram identificados 49 fundos classificados como “fundos IS” pela ANBIMA (2023) – por terem a sustentabilidade como propósito – e cinco fundos classificados como ESG (ALMEIDA, 2023) – por integrarem questões ESG em sua gestão (Apêndice A). A relação de gestoras é bastante significativa, mesmo que não exaustiva, e não reflete necessariamente o universo de gestoras que ofertam ativos ESG no Brasil, em função de determinados fatores. O primeiro deles é a própria afirmação realizada pela ANBIMA (2022a) de que mais fundos são passíveis de serem classificados em uma das duas formas estabelecidas pela Associação, após novas análises. Além disso, há a possibilidade de que fundos que atendam, na prática, aos critérios estabelecidos

pela Agência, e poderiam estar enquadrados em uma das duas categorias, não tenham se aplicado ao processo de análise da ANBIMA.

Quadro 4 - Gestoras dos fundos com classificações de sustentabilidade da ANBIMA

TIPO DE FUNDO	GESTORAS OFERTANTES
<b>FUNDOS “IS”</b> (têm como objetivo o investimento sustentável)	1. BB Asset Management
	2. BNP Paribas Asset
	3. BRAM Bradesco Asset Management SA DTVM
	4. FRAM Capital Gestão de Ativos
	5. JGP Gestão de Recursos LTDA
	6. XP Allocation Asset Management LTDA
	7. Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA
	8. Schroder Brasil
	9. Western Asset
	10. Sicredi
	11. Plural
	12. BTG Pactual
	13. Banco J Safra AS
	14. BOCOM BBM Corretora de Câmbio e Valores
	15. Western Asset
	16. Safra Asset Management LTDA
	17. Sul America Investimentos Gestora de Rec
	18. Rio Bravo Investimentos LTDA
<b>FUNDOS ESG</b> (consideram aspectos ESG em sua gestão)	19. Bocaina Capital Gestora de Recursos LTDA
	20. BC Gestao Recursos LTDA
	21. Claritas
	22. Fama Investimentos

Fonte: Anbima (2023); Almeida (2023). Adaptado pelo autor.

Mais especificamente, foram contatados funcionários de nível gerencial e operacionais das áreas de gestão de ativos (*portfolio managers* e *portfolio analysts*) das gestoras identificadas, bem como funcionários de áreas específicas relacionadas a aspectos ESG. Utilizou-se, dessa forma, o método amostral por julgamento, que consiste em uma forma de amostragem por conveniência, sendo que os elementos da população são selecionados com base na experiência e julgamento do pesquisador, que define quais elementos comporão a população, por considerá-los apropriados e representativos dentro da população de interesse (MALHOTRA, 2012). Não foram abordados somente aqueles funcionários que realizam a gestão de ativos ESG, uma vez que a pesquisa visa obter a percepção da instituição como um todo, e entende-se que, mesmo não trabalhando diretamente com ativos ESG, profissionais

de gestão de ativos têm conhecimento suficiente acerca das escolhas da instituição quanto à oferta de ativos ESG.

Ao final, foi obtida uma amostra de 16 representantes de gestoras, sendo que 14 destes trabalhavam em gestoras que ofertavam ativos ESG (63,6% da população) e 2 trabalhavam em instituições que não ofertavam ativos ESG. O público de respondentes é composto por profissionais que trabalham, em sua maioria (71%), há menos de 5 anos na instituição financeira atual e há menos de 10 anos na área de gestão de ativos (45%). Quanto à capacitação em ESG dos respondentes, 38% obtiveram capacitação formal fora da instituição atual, enquanto somente 6% dos respondentes obtiveram capacitação formal dentro da instituição atual.

### 3.2 INSTRUMENTO DE PESQUISA, COLETA E ANÁLISE DE DADOS

O instrumento de pesquisa utilizado foi o questionário, elaborado a partir da revisão teórica e de acordo com os objetivos do trabalho. Embora em formato de questionário, o roteiro contava com questões com alternativas mais qualitativas, inclusive perguntas abertas, que buscavam obter percepções dos respondentes sobre o tema. O formato de questionário foi adotado em função de os respondentes serem, em sua maioria, pessoas com cargos elevados no mercado financeiro, com baixa disponibilidade de tempo, tornando inviável a coleta de dados através de entrevista. Essa dificuldade foi observada durante a etapa de pré-teste, quando as tentativas de abordagens com os respondentes não foram bem-sucedidas e houve necessidade de solução alternativa para o contato e a obtenção de respostas. A solução alternativa, de questionário com perguntas qualitativas, obteve o resultado esperado.

O roteiro de pesquisa, bem como as fontes utilizadas para o seu desenvolvimento estão apresentados no Quadro 5. Ele possuía questões para triagem dos respondentes, bem como relacionadas às características da oferta de ativos ESG, à motivação para oferta de ativos ESG, às características dos investidores que adquiriam ativos ESG, às fontes de informação para a análise ESG e diferenças observadas entre ativos ESG e ativos tradicionais. Também foram abordadas as principais barreiras à oferta de ativos ESG e a expectativa quanto ao comportamento futuro da oferta.

Quadro 5 - Roteiro de pesquisa

PERGUNTA	FONTE
01) A instituição em que você trabalha oferta produtos ESG?	Naum (2018)
02) Quais produtos ESG são ofertados aos clientes (investidores)?	Elaborado pelo autor
03) Desde quando a sua instituição começou a oferecer produtos financeiros ESG?	Mooij (2018)
04) Por que a instituição decidiu ofertar produtos ESG?	Agostino (2021)
05) Os ativos ESG representam quanto por cento do total de ativos geridos pela instituição?	Elaborado pelo autor
06) Em geral, quais as características dos clientes que investem / pedem / optam por ativos ESG?	Elaborado pelo autor
07) Quais são as fontes de informações utilizadas para a análise ESG dos ativos geridos?	Naum (2018)
08) Quais as diferenças em relação a retornos financeiros, oscilação e custos entre ativos ESG e ativos tradicionais?	Amel-Zadeh; Serafeim (2018); Hartzmark-Sussman, (2019); Chiaramonte et al. (2021)
09) Em sua opinião quais os fatores que mais inibem ou impedem uma maior oferta de ativos ESG?	Amel-Zadeh; Serafeim (2018); Mooij (2018); Naum (2018)
10) O que é esperado para o futuro com relação à oferta de produtos ESG, considerando o mercado financeiro brasileiro?	Elaborado pelo autor

O questionário foi elaborado e encaminhado através da plataforma *Google Forms* no início de 2023. O mapeamento dos possíveis respondentes se deu por meio de pesquisa através do mecanismo de busca do *LinkedIn* por meio de combinações entre cargos de interesse (“*portfolio manager*”, “gestor de ativos”, “gestor”, “*portfolio analyst*”, “analista”, “gestor de carteiras”, “ESG”, “*head de ESG*”, “gerente de ESG” e “analista de ESG”) e nome das gestoras de ativos listadas nos Quadros 4 e 5. Também foram consideradas gestoras de ativos de referência no mercado brasileiro, consideradas a partir do Ranking de Gestores de Fundos de Investimento de outubro de 2022 (ANBIMA, 2022). Em seguida, os representantes das gestoras identificados como potenciais respondentes foram contatados por meio da rede social profissional *LinkedIn*, bem como via *e-mail*, métodos considerados com retorno mais eficaz.

Encerrada a coleta de dados, as respostas foram exportadas em arquivo do *software Microsoft Excel*, o qual foi utilizado para a construção de gráficos, de modo a tornar melhor a análise dos dados obtidos. Para perguntas cujas respostas consistiam em números ou respostas abertas, foi realizado o agrupamento das respostas em categorias para análise por intervalo ou similaridade entre as respostas, visando tornar a análise mais clara.

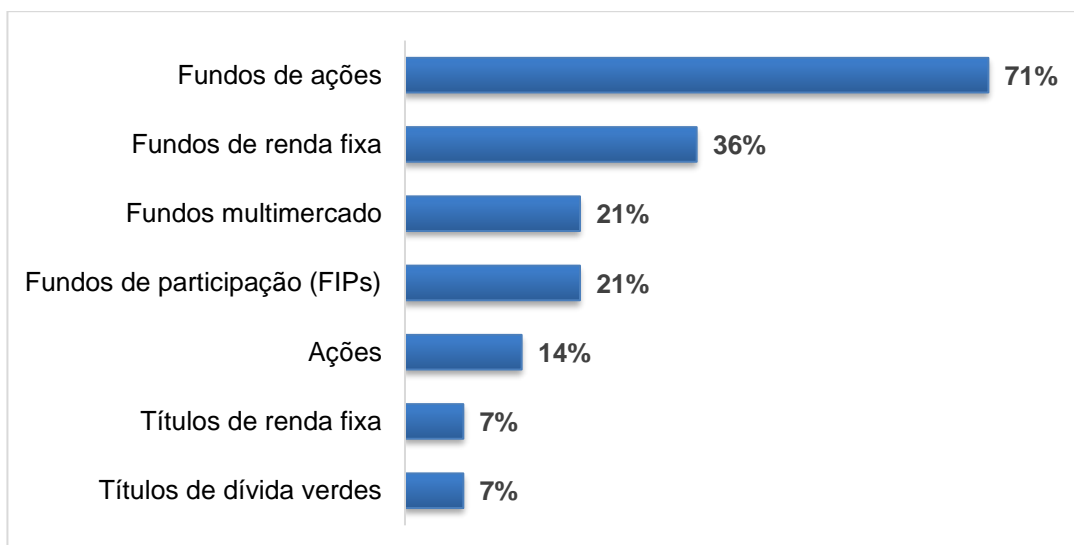
## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Serão apresentados, nesta seção, os resultados obtidos por meio da coleta e análise de dados descrita na seção 3 do trabalho. As análises estão dispostas em duas subseções: na primeira, tem-se o contexto atual de oferta de ativos ESG por instituições brasileiras, enquanto a segunda aborda os principais norteadores e inibidores da oferta de ativos ESG pelas instituições.

### 4.1 OFERTA DE ATIVOS ESG NO BRASIL

Inicialmente os participantes foram questionados sobre quais produtos ESG são ofertados aos seus clientes / investidores. A maioria dos participantes (71%) apontou que suas instituições ofertam fundos de ações (Gráfico 1). A oferta de títulos de dívida verdes e títulos de renda fixa foi apontada por 14% dos respondentes. Tais resultados são consistentes com o estudo da ANBIMA (2021b), que revelou que os ativos de renda variável representam 56% dos avaliados com critérios ESG pelas gestoras, e que ativos de renda fixa corporativa e de crédito privado consistem em 26% dos ativos avaliados. A predominância da oferta de ativos ESG de renda variável sobre ativos ESG de renda fixa, de maneira geral, pode ser explicada pelo fato de não haver relação societária entre o investidor do título de renda fixa e a empresa emissora dos títulos, e sim de credor e devedor, o que limita o poder de influência em decisões de conselhos e comitês para incorporação de características ESG; além disso, títulos de renda fixa envolvem maiores especificidades, como vencimento, garantias e maior risco de crédito, o que dificulta a integração da análise ESG a esses títulos (MATTOS, 2015).

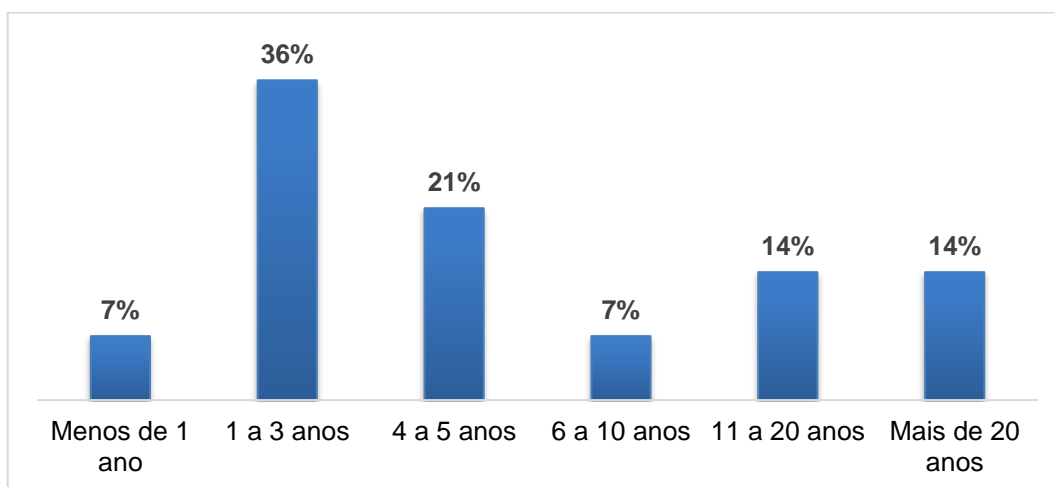
Gráfico 1 - Produtos ESG ofertados



Em seguida, os participantes foram perguntados há quanto tempo os produtos ESG são ofertados pelas instituições em que trabalham (Gráfico 2). A maior frequência de respostas (36%) entre 1 e 3 anos, associada ao fato de que 64% dos respondentes apontaram que suas instituições ofertam ativos ESG há menos de 5 anos, podem indicar que a disseminação da oferta desse tipo de produto, bem como das práticas sustentáveis, é recente no mercado, o que é corroborado pelo surgimento do conceito de ESG em 2004, com a publicação do relatório “*Who Cares Wins*” (“Ganha quem se importa”), o que pode ter levado à oferta desses produtos somente em um período consideravelmente posterior. Por outro lado, 14% dos respondentes indicaram que suas instituições ofertam produtos ESG há mais de 20 anos, o que indica que, apesar de disseminada recentemente, a prática não é inteiramente nova no mercado financeiro brasileiro, tendo surgido no início dos anos 2000 (ANBIMA, 2022b).



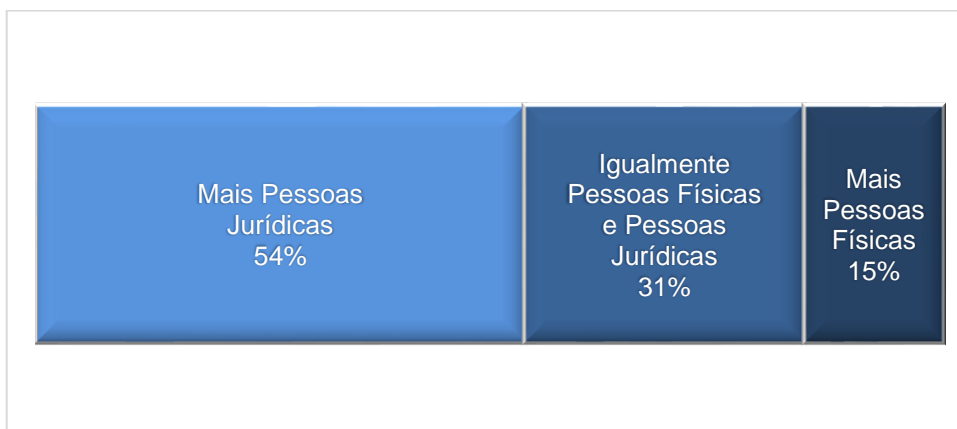
Gráfico 2 - Tempo de oferta de ativos ESG



A partir dos resultados observados, é sugerida uma relação entre o tempo de oferta de ativos ESG com a representatividade do montante de ativos ESG sobre o montante de ativos sob gestão pelas instituições dos respondentes. Para 86% das instituições, os ativos ESG representam de 21 a 40% dos ativos sob gestão, enquanto para 14% das instituições, os ativos ESG representam entre 81 e 100% dos ativos sob gestão. As instituições que ofertam ativos ESG há mais de 20 anos provavelmente são aquelas especializadas nesse tipo de ativo e, dessa forma, os ativos ESG compõem mais de 80% dos seus ativos sob gestão. Por outro lado, as demais instituições, que compõem a ampla maioria (86%) das respostas, são potencialmente aquelas que se consolidaram no mercado financeiro por meio da oferta de ativos financeiros tradicionais, e que passaram a ofertar ativos ESG como uma forma de diversificar a oferta de ativos, atendendo à demanda desse tipo de produto pelo mercado. Dessa forma, os ativos ESG ofertados correspondem a 21 a 40% do total de seus ativos geridos, o que parece ser uma margem de segurança para tais instituições.

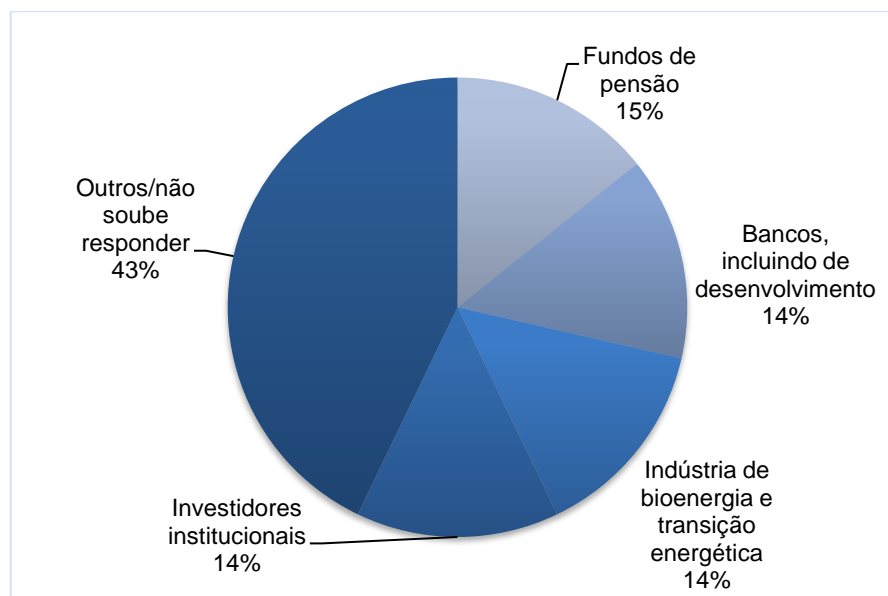
Questionados sobre a composição da demanda por ativos ESG, 54% dos respondentes afirmaram que ela se dá de forma preponderante entre investidores pessoas jurídicas (Gráfico 3), em detrimento das pessoas físicas. O fenômeno pode ser explicado pela maior exposição a riscos que investidores maiores têm, por possuírem obrigações de longo prazo, fazendo com que o longo prazo seja uma preocupação (MONKS, 2001).

Gráfico 3 - Distribuição dos investidores em ativos ESG entre pessoa física e pessoa jurídica



Dentro do público denominado Pessoas Jurídicas, a distribuição se dá de forma uniforme entre os setores de atividade de fundos de pensão, bancos (incluindo bancos de desenvolvimento), indústria de bioenergia e transição energética e investidores institucionais (incluindo *family offices*), correspondendo a 14% cada (Gráfico 4). Tais setores são, usualmente, mais expostos a riscos, e podem adotar as práticas ESG para reduzir seus custos de monitoramento (HEALY; PALEPU, 2011) e de capital (EL GHOUL et al., 2011), além de atrair clientes (MACKEY; MACKEY; BARNEY, 2007) e melhorar sua imagem no mercado (GODFREY et al., 2009). Além disso, a demanda por ativos ESG por parte de fundos de pensão e bancos de desenvolvimento pode ser explicada pelo fato de fundos maiores e públicos, como é o caso desses segmentos, estarem sob maior pressão para incorporar investimentos responsáveis (SIEVÄNEN et al., 2013). Adicionalmente, 43% dos respondentes não souberam responder sobre o setor de atividade em que atuam os investidores que optam por ativos ESG (Gráfico 4), o que pode estar relacionado ao fato de que a coleta de dados foi realizada com gestores de ativos como um todo e, segundo Mooij (2018), não somente a separação física, como também sua abordagem como um assunto separado, tiram a importância do ESG nas gestoras. Isso sugere que os funcionários que não trabalham diretamente com ESG nas gestoras podem não possuir conhecimento aprofundado sobre os aspectos envolvendo o tema na instituição, incluindo a oferta de ativos que considerem tais critérios.

Gráfico 4 - Perfil (setor de atividade) dos investidores que optam por ativos ESG



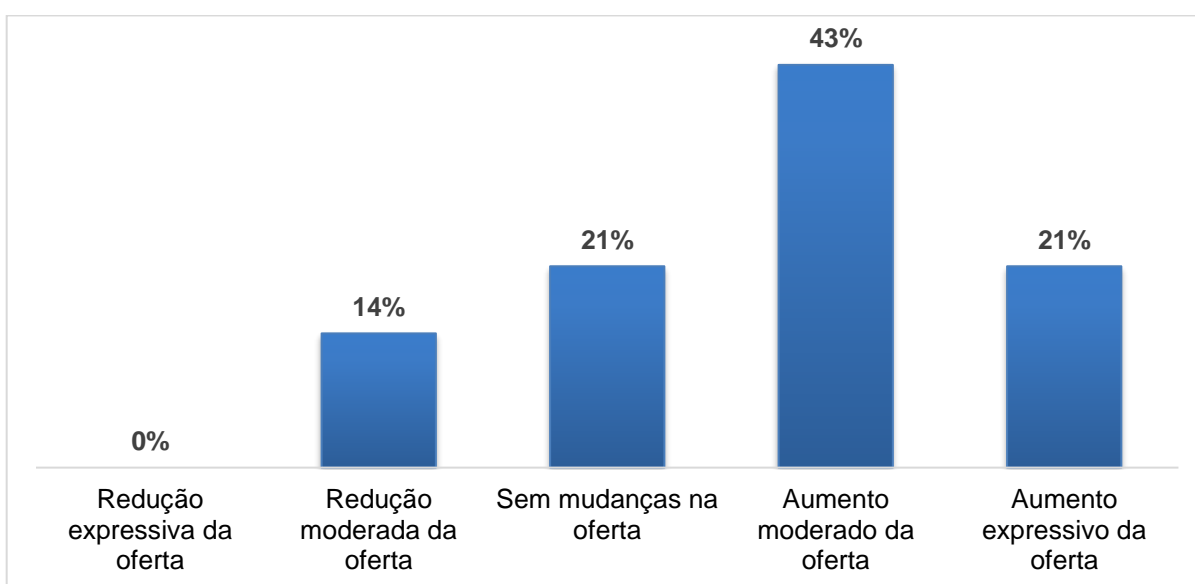
Questionados sobre as fontes de informações utilizadas na análise ESG dos ativos geridos (Gráfico 5), 86% dos participantes responderam que suas instituições utilizam relatórios de sustentabilidade divulgados pelas emissoras dos títulos no processo, o que é consistente com os resultados obtidos por Naum (2018). Em contraste, a segunda resposta de maior frequência (71%) faz referência às análises de mercado independentes, realizadas por consultorias, casas de análise de investimentos e outros agentes. Tais resultados apontam para uma combinação da utilização de dados divulgados pelas empresas com informações externas de mercado, visando à triangulação das informações, o que é corroborado pela falta de comparabilidade e confiabilidade dos dados relatada por gestores (NAUM, 2018), bem como a falta de padrões governando a divulgação de informações ESG (AMELZADEH; SERAFEIM, 2018). Tais questões levam à dificuldade na captura do desempenho ambiental e social por investidores, dentre eles os institucionais (MOOIJ, 2018). Além disso, Naum (2018) ainda aponta que a falta de padronização, na forma de pulverização de métricas e agências, é possivelmente explicada pelo nível de relevância de cada informação sobre os aspectos ESG, que varia consideravelmente entre os países, em função de cada realidade local.

Gráfico 5 - Fontes de informação utilizadas para a análise ESG



Os participantes também foram questionados sobre o que esperavam para o futuro com relação à oferta de produtos ESG no mercado financeiro brasileiro (Gráfico 6). A maioria dos respondentes (64%) acredita que deve ocorrer um aumento da oferta, sendo que 43% dos participantes entendem que o aumento será moderado. Por outro lado, 14% entendem que deve ocorrer uma redução (moderada) da oferta, o que é pouco representativo frente ao total. Vale mencionar que ninguém percebeu a redução expressiva na oferta desses ativos como uma possibilidade.

Gráfico 6 - Expectativa quanto à oferta de ativos ESG no Brasil

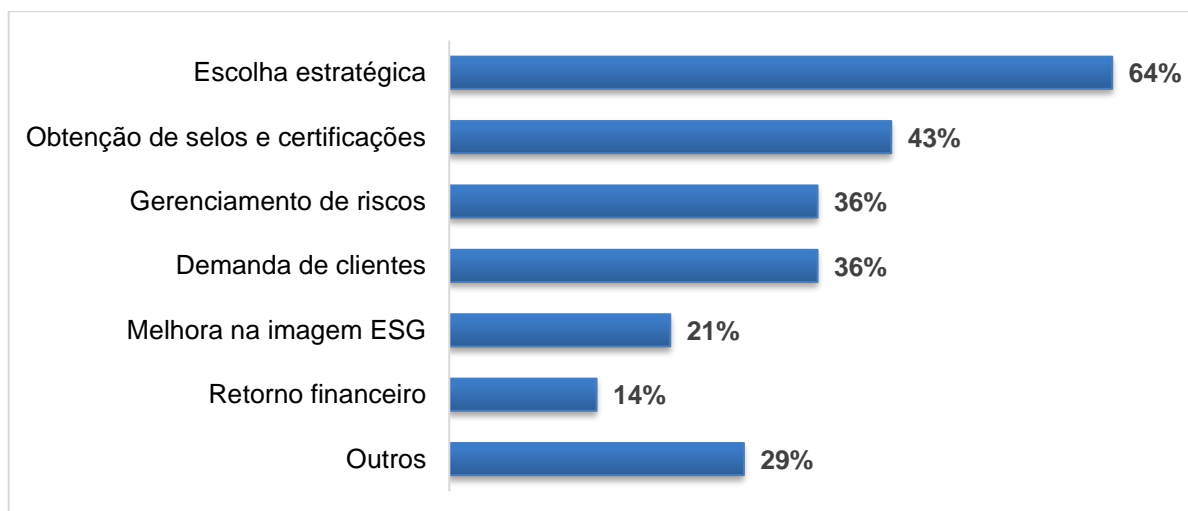


A disseminação da oferta de ativos ESG pelas instituições financeiras brasileiras é recente (Gráfico 2), com 64% dos respondentes tendo apontado que suas instituições iniciaram a oferta há menos de 5 anos; e a representatividade dos ativos ESG sobre o total de ativos sob gestão da maioria das instituições é majoritariamente de 21 a 40%. Além disso, a ANBIMA estimou em 2021 que fundos “com algum foco em ESG” representavam menos de 1% do patrimônio líquido total dos fundos do Brasil (FUNDOS, 2021). Tais fatos indicam um cenário favorável à expansão da oferta de ativos ESG no Brasil, consistente com a tendência de aumento apontada pelos respondentes.

#### 4.2 NORTEADORES E INIBIDORES DA OFERTA DE ATIVOS ESG NO BRASIL

Foram analisados os fatores que direcionam a oferta de ativos ESG pelas instituições financeiras brasileiras, bem como aqueles que atuam como obstáculos à sua expansão. Os participantes foram questionados sobre por que as instituições em que trabalham optaram por ofertar ativos ESG aos seus clientes (Gráfico 7). A maioria das respostas foi de que a oferta se deu por escolha estratégica ou em função do planejamento da instituição (64%). A frequência maior de respostas relacionadas a escolha estratégica e à obtenção de selos e certificações de sustentabilidade (43%) sugere que as gestoras brasileiras enxergam, de forma predominante, a oferta de ativos ESG como uma boa forma de posicionamento da gestora no mercado, indicando que ela atua nessa frente e se preocupa com tais aspectos. Dessa forma, a oferta de ativos ESG se materializa como “propaganda verde” para as gestoras brasileiras, visando a captação de clientes e aumento dos aportes de recursos.

Gráfico 7 - Motivação da instituição para oferta de produtos ESG



Por outro lado, somente 36% dos respondentes apontaram gerenciamento de riscos – com ênfase no risco de mercado, em termos da oscilação do valor dos ativos. Este último resultado apresenta divergências em relação a estudos anteriores (ANBIMA, 2021b; NAUM, 2018), que identificaram gerenciamento de riscos como um fator importante para a integração ESG à análise de investimentos, ou utilização da informação ESG nesse processo. Uma possível explicação reside no fato de que a integração ESG, que consiste na incorporação dos riscos e oportunidades socioambientais e de governança na análise, não necessariamente leva a instituição a optar por ofertar ativos ESG aos seus clientes; a gestora pode avaliar o risco socioambiental atrelado aos ativos, mas optar por ofertar outros ativos, por sobrepesar outros fatores em sua análise, como o retorno dos ativos no curto prazo e tendências de mercado, por exemplo.

De modo a complementar a compreensão quanto à influência do gerenciamento de riscos como norteador da oferta de ativos ESG, os participantes foram perguntados quanto à oscilação de valor de mercado observada em ativos ESG e ativos tradicionais, uma das componentes tratadas pelo processo de gerenciamento de riscos de ativos financeiros. Cerca de metade (54%) dos entrevistados acredita que os ativos ESG apresentam menor oscilação de valor de mercado em relação aos ativos tradicionais, enquanto 46% dos entrevistados entendem que não há diferença significativa na oscilação de valor de mercado entre os dois tipos de ativos, o que pode justificar por que, embora entendida como uma boa ferramenta para gerenciamento

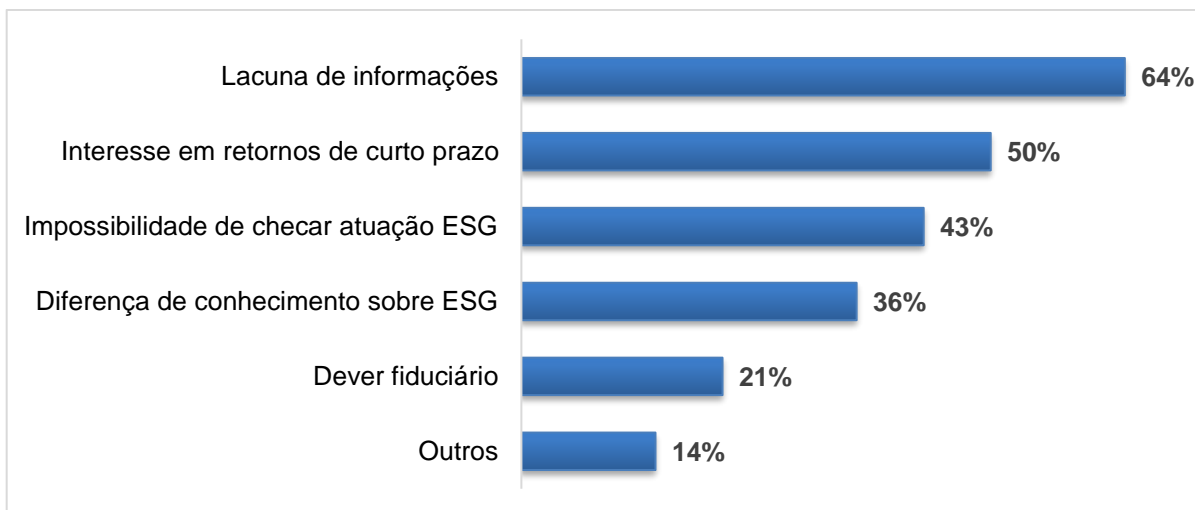
de riscos na análise de investimentos, o gerenciamento de riscos não se apresenta como o principal motivador para a oferta de ativos ESG aos clientes.

De forma análoga, os participantes das instituições que não ofertam ativos ESG aos seus clientes foram questionados sobre o motivo pelo qual suas instituições não ofertam tal tipo de ativo. Foram apontados, em igual proporção (25%): escassez, insuficiência ou baixa confiabilidade das informações; ausência ou insuficiência de profissionais capacitados no tema; falta de interesse no tema pela alta administração; e pequeno número de empresas que adotam práticas ESG listadas na B3 (bolsa de valores brasileira), restringindo ainda mais o universo de investimentos. Os resultados guardam certa relação com os resultados identificados para as instituições que ofertam ativos ESG, principalmente quanto à lacuna informacional para a análise ESG e a descrença quanto aos benefícios da oferta desse tipo de ativo. Cabe ressaltar que metade dos participantes das instituições que não ofertam ativos ESG afirmou que sua instituição não pretende ofertar esse tipo de ativo, enquanto o restante afirmou que a instituição tem a intenção de iniciar a oferta nos próximos 5 anos, o que sugere uma certa resistência do mercado financeiro brasileiro quanto aos benefícios da oferta de ativos ESG. Tal resultado se associa com o fato de que ainda existe muita incerteza em relação ao que ESG de fato significa, bem como a forma pela qual investidores podem ter acesso a dados relevantes sobre tais temas, para incorporá-los em seu processo de tomada de decisão de investimento (BLACKROCK, 2016).

Questionados sobre as razões que eles acreditam que impedem o crescimento da oferta de ativos ESG no Brasil (Gráfico 8), 64% dos participantes apontaram para a escassez, insuficiência ou baixa confiabilidade das informações disponíveis para análise dos ativos. O primeiro resultado é consistente com os resultados da pergunta sobre as fontes de informações utilizadas para a análise ESG (Gráfico 5), que indicam que os gestores utilizam uma combinação de dados disponibilizados pelas próprias empresas e dados de fontes independentes, sugerindo que isso é feito com o objetivo de compensar a lacuna informacional percebida. Em um estudo com gestores de investimento realizado por Amel-Zadeh e Serafeim (2018), 82% dos respondentes afirmaram que consideram informação ESG ao tomar decisões de investimento. Isso pode indicar que embora gestores utilizem informação ESG para decisões de investimentos, a lacuna de informações pode fazer com que tais decisões não sejam em prol da oferta de ativos ESG, de forma que a informação

utilizada seja um dentre vários subsídios utilizados como parte da análise de investimentos.

Gráfico 8 - Fatores inibidores do crescimento da oferta de ativos ESG

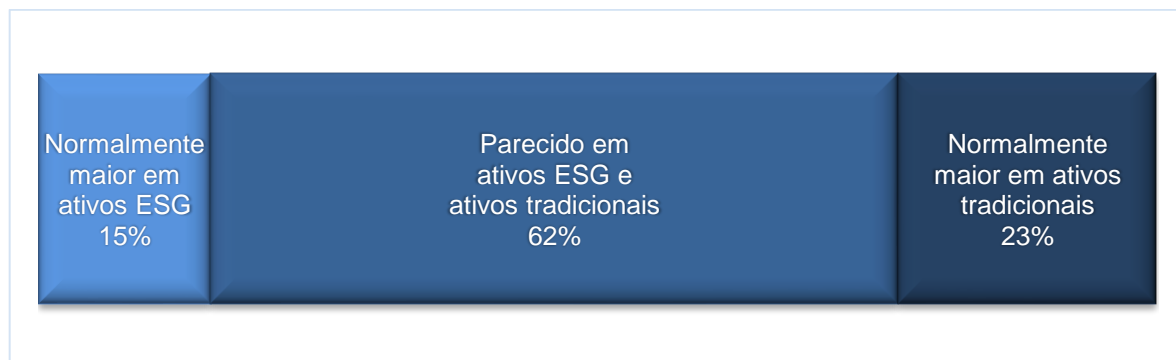


Além disso, 50% dos participantes fizeram referência ao interesse em retornos de curto prazo por parte dos investidores. Esse resultado se relaciona com a percepção dos participantes sobre a relação entre retorno financeiro de ativos ESG e de ativos tradicionais (Gráfico 9), quando afirmaram, em sua maioria (62%), que não há diferença significativa entre os dois tipos de ativos. Estudos anteriores (AMELZADEH; SERAFEIM, 2018; ECCLES; KASTRAPELI, 2017) exploraram a visão de curto prazo do mercado financeiro quanto ao retorno dos ativos – 47% dos investidores e 43% dos gestores de ativos esperam que os benefícios do ESG nos investimentos se desenvolvam em cinco anos ou mais. Tais resultados podem explicar a não predominância de respostas quanto a maiores retornos financeiros em ativos ESG, uma vez que tais retornos superiores poderiam não estar sendo percebidos pelos gestores. Tais resultados divergem em relação aos direcionadores da motivação e do interesse pelo investimento responsável elencados pelos Princípios do Investimento Responsável (PRI, 2022), que são apontados como: o reconhecimento de que aspectos ESG são importantes financeiramente; e a preocupação com o impacto no desempenho da companhia, retorno do investimento e comportamento do mercado de se pensar somente no curto prazo. Ao não perceberem os retornos superiores, os gestores podem não conseguir transmitir aos investidores tal aspecto, inibindo a demanda por tais títulos e, conseqüentemente, sua oferta. Nesse sentido,



Naum (2018) aponta que a resistência dos investidores poderia ser solucionada com melhor comunicação e transparência por parte dos gestores de ativos.

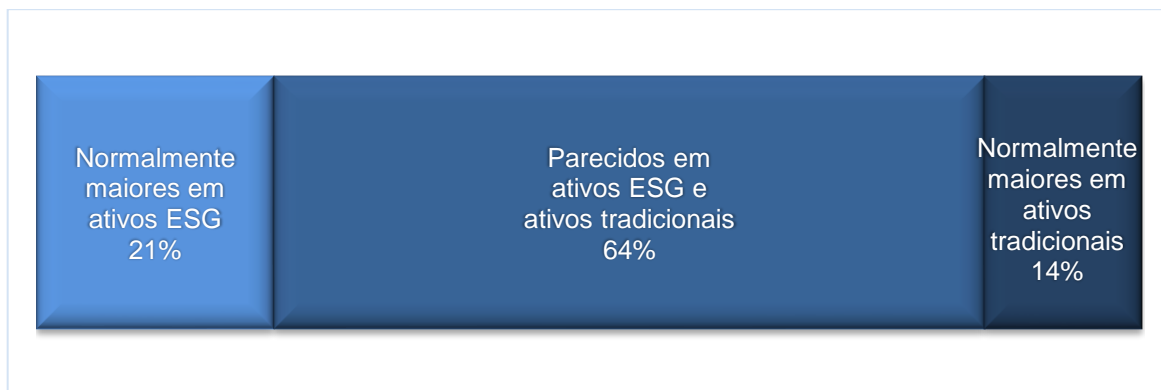
Gráfico 9 - Relação de retorno financeiro entre ativos ESG e ativos tradicionais



Os resultados relacionados à motivação das gestoras para a oferta de ativos ESG (Gráfico 7), à oscilação do valor de mercado em ativos ESG frente a ativos tradicionais e aos fatores inibidores do crescimento da oferta guardam relação com a percepção dos investidores. Naum (2018), após estudar as motivações para a adoção da integração ESG por gestoras de ativos brasileiras, sugeriu que mesmo havendo fortes indícios de que “as ações de empresas com estratégia de sustentabilidade integrada aos negócios, tendem a apresentar melhores resultados, o investidor ainda questiona a certeza dessa afirmação e se os investimentos socioambientais não prejudicaram a performance das ações” (NAUM, 2018, p. 70).

Os participantes também foram questionados sobre a relação de taxas e custos (por exemplo, taxa de administração e taxa de performance, para fundos de investimento) entre ativos ESG e ativos tradicionais (Gráfico 10). A maioria (64%) respondeu que não há diferença significativa quanto a esse aspecto entre os dois tipos de ativos, enquanto 21% responderam que as taxas são normalmente maiores em ativos ESG. As taxas e demais custos são deduzidas do rendimento financeiro bruto do fundo, de modo a compor o rendimento líquido deste – por isso, dentre outros fatores, taxas maiores tendem a comprometer a rentabilidade dos fundos (LANZA, 2021).

Gráfico 10 - Relação de taxas e custos entre ativos ESG e ativos tradicionais



Dessa forma, a similaridade dos resultados para esta pergunta com aqueles apresentados no Gráfico 9 quanto ao retorno financeiro de ativos financeiros ESG em relação aos ativos tradicionais sugere que tal relação entre taxas e retornos também é observada no contexto do estudo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo com a presente pesquisa foi analisar os motivos que levam as instituições financeiras brasileiras a ofertar ativos ESG aos seus clientes. Com base nos resultados obtidos, conclui-se que a oferta de ativos ESG no Brasil é norteada pelo posicionamento das gestoras no mercado e pelo gerenciamento de riscos, especialmente o de mercado. Especificamente quanto ao posicionamento das gestoras, persiste a possibilidade de que ele se materialize como “propaganda verde”, com o objetivo de captação de novos clientes e maiores aportes de recursos, em detrimento a uma preocupação genuína com aspectos ambientais, sociais e de governança. A expansão parece limitada por aspectos como a lacuna informacional para a análise ESG e a expectativa do mercado financeiro quanto à materialização de retornos financeiros no curto prazo. Ainda, embora a informação ESG seja amplamente considerada por gestores na tomada de decisões de investimentos e percebida como importante mecanismo de gerenciamento de riscos, esta não contribui necessariamente para a decisão por ofertar ativos financeiros que considerem aspectos ESG. Por todos esses fatores, espera-se apenas um aumento moderado da oferta de ativos ESG no Brasil.

A principal contribuição acadêmica desta pesquisa foi a abordagem do ponto de vista do interesse comercial das instituições financeiras com relação a ESG, sendo o foco efetivamente na disponibilização de ativos que considerem tais aspectos aos seus clientes. Estudos anteriores (MOOIJ, 2018; NAUM, 2018) enfocaram a integração de aspectos ESG ao processo de análise de investimentos pelas instituições financeiras, isto é, uma etapa anterior à efetiva oferta. Outros estudos (AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018; HARTZMARK; SUSSMAN, 2019) também analisaram a motivação de investidores para o investimento em ativos ESG, sob o ponto de vista da demanda. Com isso, a efetiva decisão das gestoras de ativos quanto a ter em seu portfólio produtos que considerassem aspectos ESG pôde ser estudada, pois foi percebido um espaço para contribuição nesse tópico.

A pesquisa também pode contribuir para os agentes desse mercado, trazendo uma percepção melhor a órgãos reguladores, supervisores e autorreguladores. Tais agentes podem amplificar os fatores norteadores da oferta de ativos ESG, de modo a criar incentivos às instituições financeiras e demais agentes do mercado a ampliarem a oferta desse tipo de produto. Além disso, podem trabalhar em prol da atenuação dos

fatores inibidores da oferta, por meio de conscientização e criação de fluxos informacionais que possibilitem e facilitem a integração ESG à análise de investimentos. A pesquisa traz contribuição às empresas, especialmente àquelas que desejam ser reconhecidas como socialmente responsáveis, ao analisar os fatores de estímulo e barreiras à maior disseminação de ativos ESG no mercado; uma vez conhecidos tais aspectos, a disseminação ESG tende a ser maior, e tais empresas têm maior propensão à obtenção de capital próprio ou de terceiros.

Quanto às limitações da pesquisa, cabe destacar o público respondente que não corresponde à totalidade das instituições que ofertam ativos ESG no Brasil, tendo em vista que foram consideradas gestoras de fundos com alguma classificação de sustentabilidade pela ANBIMA, mas pode haver outros fundos sustentáveis ainda não classificados pela Associação como tal. As respostas obtidas correspondem às percepções dos participantes individuais que, apesar de representarem suas instituições, podem não reproduzir integralmente as avaliações institucionais sobre a oferta de ativos ESG. Por terem sido entrevistados gestores de ativos que trabalhavam ou não diretamente com ESG e outros profissionais vinculados a ESG, os respondentes podem não ser, em sua totalidade, especialistas em ativos ESG, mesmo tendo certa familiaridade com esse tipo de ativos. Ademais, em função da baixa quantidade de gestoras de fundos IS ou ESG classificadas pela ANBIMA, somada ao fato de que tais empresas não possuem estruturas de pessoal amplas voltadas para esse mercado, a coleta de respostas envolveu maior dificuldade.

Como sugestões para pesquisas futuras, podem ser considerados aspectos mais quantitativos quanto ao retorno e à oscilação do valor de mercado dos ativos ESG frente aos ativos tradicionais. Além disso, pode ser realizada análise de atratividade, a partir de tais aspectos, para gestores, do lado da oferta, e investidores, do lado da demanda – quanto cada faixa de retorno marginal de ativos ESG sobre ativos tradicionais gera de incentivo à sua oferta por gestores, por exemplo. Também pode ser analisada a relação entre oferta e demanda por ativos ESG, sob o ponto de vista do equilíbrio de mercado, buscando entender melhor a perspectiva de crescimento de tais produtos no futuro.

Por fim, destaca-se a necessidade e importância da conscientização, pelos agentes do mercado financeiro e pela sociedade, sobre a importância da sustentabilidade nos investimentos, para além da incorporação de aspectos ESG à

análise, já em curso avançado, materializando-se na efetiva disseminação da oferta de tais ativos no mercado brasileiro e global.

## REFERÊNCIAS

AGOSTINO, J. S. **Uma análise dos fatores que podem contribuir para um maior grau de adoção da análise ASG pelos gestores de recursos no mercado brasileiro**. 2021. Dissertação (de Mestrado em Gestão para Competividade) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2021.

ALMEIDA, M. Anbima identifica 22 fundos como sustentáveis: veja a lista. **Exame Invest**, São Paulo, 3 ago. 2022. Disponível em: <<https://exame.com/invest/onde-investir/anbima-identifica-22-fundos-sustentaveis-veja-lista/>>. Acesso em: 23 mar. 2023.

AMEL-ZADEH, A.; SERAFEIM, G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. **Financial Analysts Journal**, v. 74, n. 3, p. 87-103, 2018.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Guia ASG 2019**. São Paulo, 2020. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/fundos-esg.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/fundos-esg.htm)>. Acesso em: 25 fev. 2023.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Perguntas e respostas – Regras e procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável**. São Paulo, 2021a. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/fundos-esg.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/fundos-esg.htm)>. Acesso em: 25 fev. 2023.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Retrato da sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo, 2021b. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/sustentabilidade.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/sustentabilidade.htm)>. Acesso em: 25 fev. 2023.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Fundos sustentáveis: 22 produtos são registrados na nossa base de dados**. São Paulo, 2022a. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/fundos-sustentaveis-22-produtos-sao-registrados-na-nossa-base-de-dados.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-sustentaveis-22-produtos-sao-registrados-na-nossa-base-de-dados.htm)>. Acesso em: 23 mar. 2023.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Guia ASG II**. São Paulo, 2022b. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/fundos-esg.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/fundos-esg.htm)>. Acesso em: 25 fev. 2023.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Ranking de Gestores de Fundos de Investimento – Outubro/2022**. São Paulo, 2022c. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2022.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Fundos**. Disponível em: <<https://data.anbima.com.br/fundos>>. Acesso em: 07 abr. 2023.

ANJOS, G. N.; NOGUEIRA, J. M. Responsabilidade ambiental do setor bancário: incorporação do risco ambiental no processo de crédito. **Desenvolvimento e Meio Ambiente**, v. 59, p. 206-228, 2022.

AZMI, W. et al. ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 70, p. 101277, 2021.

BARNETT, M. L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 794-816, 2007.

BAUER, R.; DERWALL, J.; OTTEN, R. The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. **Journal of Business Ethics**, v. 70, n. 2, p. 111-124, 2007.

BAUER, R.; KOEDIJK, K.; OTTEN, R. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1751-1767, 2005.

BLACKROCK. **Exploring ESG: A Practitioner's Perspective**. ViewPoint, jun. 2016. Disponível em: <[www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf](http://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf)>. Acesso em: 01 mai. 2022.

BODIE, Z. et al. **Investimentos**. 10. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2015.

BONOTTO, Pietro Vinicius. **As fraudes contábeis da Enron e Worldcom e seus efeitos nos Estados Unidos**. 23 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

BOURGHELLE, D.; JEMEL, H.; LOUCHE, C. The integration of ESG information into investment processes: toward an emerging collective belief? Gent: **Vlerick Leuven Gent Management School**, 2009.

BRAMMER, S.; BROOKS, C.; PAVELIN, S. Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. **Financial Management**, v. 35, n. 3, p. 97-116, 2006.

CHIARAMONTE, L. et al. Do ESG strategies enhance bank stability during financial turmoil? Evidence from Europe. **The European Journal of Finance**, p. 1-39, 2021.

ECCLES, R. G.; KASTRAPELI, M. D. The investing enlightenment. **State Street**, p. 1-40, 2017.

EDMANS, A. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 3, p. 621-640, 2011.

EL GHOUL, S. et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 9, p. 2388-2406, 2011.

EUROSIF. **European SRI study**. Brussels, 2014.

FRIEDMAN, Milton. A theoretical framework for monetary analysis. **Journal of Political Economy**, v. 78, n. 2, p. 193-238, 1970.

FUNDOS sociais ainda são minoria no mercado, dizem especialistas. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 26 março 2021. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/economia/fundos-verdes-ainda-sao-menos-de-1-do-mercado-no-brasil/>>. Acesso em: 28 mai. 2023.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GODFREY, P. C. et al. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 4, p. 425-445, 2009.

HARTZMARK, S. M.; SUSSMAN, A. B. Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. **The Journal of Finance**, v. 74, n. 6, p. 2789-2837, 2019.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HONG, H.; KACPERCZYK, M. The price of sin: The effects of social norms on markets. **Journal of Financial Economics**, v. 93, n. 1, p. 15-36, 2009.

IDEC – Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor. **Um guia para o consumidor não se deixar enganar pelas práticas de *greenwashing* das empresas**. Disponível em: <<https://idec.org.br/greenwashing>>. Acesso em: 26 fev. 2023.

IFC – International Finance Corporation. Who Cares Wins. 2004. Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf>>. Acesso em: 24 jun. 2023.

JO, H.; HARJOTO, M. A. Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 103, n. 3, p. 351-383, 2011.

JPMORGAN. **Environmental and social policy framework**. 2017.

KHAN, M.; SERAFEIM, G; YOON, A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. **The Accounting Review**, v. 91, n. 6, p. 1697-1724, 2016.



KIERNAN, M. Universal owners and ESG: leaving money on the table? **Journal Compilation Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 3, p. 478-485, maio 2007.

LANZA, M. V. T. **A rentabilidade dos fundos de investimento tem relação com suas taxas de administração? Um estudo com fundos de renda fixa duração baixa soberano de 2006 a 2020. 2021.** 28 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2021.

LIU, Y. et al. **Corporate Carbon Emissions and Financial Performance: Does Carbon Disclosure Mediate the Relationship in the UK?** Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2941123>>. Acesso em: 24 abr. 2022.

LOPES, J. **Sustentabilidade cai nas graças dos investidores.** Disponível em: <[ideiasustentavel.com.br/sustentabilidade-cai-nas-gracas-dos-investidores/](http://ideiasustentavel.com.br/sustentabilidade-cai-nas-gracas-dos-investidores/)>. Acesso em: 01 mai. 2022.

LOUCHE, C.; HEBB, T. **SRI in the 21st century: Does it make a difference to society?** Emerald Group Publishing Limited, 2014.

MACKEY, A.; MACKEY, T. B.; BARNEY, J. B. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 817-835, 2007.

MALHOTRA, N. K. Amostragem: Concepção e Procedimentos. In: MALHOTRA, N.K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada.** 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012 (cap. 11, p. 268-295).

MATTOS, M. C. **Integração de variáveis socioambientais na avaliação de títulos de renda fixa corporativos: Diagnóstico e roteiro para proposta.** 136 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

MONKS, R.A.G. **The New Global Investors.** 1. ed. Oxford: Capstone, 2001.

MOOIJ, S. **The (mis) alignment of ESG perspectives in the investment chain.** 268 f. Tese (Doutorado em Investimento Responsável). Escola de Geografia e Meio Ambiente, Universidade de Oxford, Oxford, 2018.

NAUM, C. M. **Motivações para adoção dos fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) às análises de investimento pelos gestores de ativos.** 2018. Dissertação (de Mestrado Profissional em Comportamento do Consumidor) - Escola Superior de Propaganda e Marketing, São Paulo, 2018.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. The Big Idea: Creating Shared Value. How to reinvent capitalism — and unleash a wave of innovation and growth. **Harvard Business Review**, v. 89, n. 1-2, 2011.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, v. 84, n. 12, p. 78-92, 2006.

PRI – Princípios para o Investimento Responsável. 2022. Disponível em: <[https://www.unpri.org/download\\_report/18943](https://www.unpri.org/download_report/18943)>. Acesso em: 01 mai. 2022.

RAMOS, P. K. **Fraudes Contábeis: Análise dos grandes escândalos corporativos ocorridos no período de 2000 a 2012**. 104 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em Auditoria Integrada), Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

RENNEBOOG, L.; TER HORST, J.; ZHANG, C. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 302-322, 2008.

REZENDE, A.; SANTOS, L. Análise da rentabilidade e performance dos investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro. **XXX Encontro da ANPAD**, 2006, Salvador: ANPAD, 2006.

RUSSO, M.; FOUTS, P. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3, p. 534-559, 1997.

SIEVÄNEN, R. et al. The drivers of responsible investment: The case of European pension funds. **Journal of business ethics**, v. 117, n. 1, p. 137-151, 2013.

STATMAN, M. Socially responsible mutual funds. **Financial Analysts Journal**, v. 56, n. 3, p. 30-39, 2000.

UTZ, S. Over-investment or risk mitigation? Corporate social responsibility in Asia-Pacific, Europe, Japan, and the United States. **Review of Financial Economics**, v. 36, n. 11, p. 167-193, 2017.

VAN DUUREN, E.; PLANTINGA, A.; SCHOLTENS, B. ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. **Journal of Business Ethics**, v. 138, n. 3, p. 525-533, 2015.

WONG, S.C.Y. How institutional investors should step up as owners. **McKinsey & Company**. 2010. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/business-functions/risk-and-resilience/our-insights/how-institutional-investors-should-step-up-as-owners>>. Acesso em: 04 abril 2022.

## APÊNDICES

### Apêndice A – Gestoras e respectivos fundos com classificações de sustentabilidade da ANBIMA

Gestora	Fundos	Classificação ANBIMA dos fundos
<b>1. BB Asset Management</b>	BB Ações Equidade IS F	Fundos “IS”
	Brasilprev Top ASG Brasil IS FIA	
	BB Ações Equidade IS FC FI	
	BB Ações ESG IS FI em Ações - BDR NÍVEL I	
	BB Asset Ações Equidade IS FC FI	
	BB Ações ESG GL IS FC FIA - BDR Nível I	
<b>2. BNP Paribas Asset</b>	Access Equity World FIA - IE SUS IS	Fundos “IS”
	BNP Paribas Strategie FIA SUS IS	
	BNPP Master Fdo Inc Inv Infra RF Sust IS	
	BNPP M. Cred FI RF Cred Priv LP Sust IS	
<b>3. BRAM Bradesco Asset Management SA DTVM</b>	Bradesco H FI DE Ações IS SRI	Fundos “IS”
	FIA IS Master Previdencia ESG	
	Bradesco FIA IS Sustent Empresarial	
	BRAM FI RF Cred Priv IS Sustentabilidade	
	BRAM FI RF Cred Priv IS Sustentabilidade	
	FI RF Cred Priv IS Master ESG Previd	
	BRAD FI RF Cred Priv LP IS Perf SRI 20	
	BRAD IS Multiman Equi USD FC DE FIA IE	
	BRAD IS Mul USD FC FI Mult Cred Priv IE	
	BRAD IS Mult BRL FC FI Mult Cred Priv IE	
<b>4. FRAM Capital Gestão de Ativos</b>	FRAM Capital Hanssen ESG IS FIA	Fundo “IS”
<b>5. JGP Gestão de Recursos LTDA</b>	JGP ESG Master FIA IS	Fundos “IS”
	JGP ESG Previdenciario Master FIA IS	
	JGP ESG Prev XP Master FIA IS	
	JGP Brasilprev FIFE ESG 100 Prev FIA IS	
<b>6. XP Allocation Asset Management LTDA</b>	Mirova Glob Sust Equity Adv FIA IE IS	Fundos “IS”
	Mirova Glob Sust Eqtd Dol Adv M FIA IE IS	
	AXA WF Fr Clean Ec Dol Adv M FIA IE IS	
	Axa WF Fram Clean Ec Adv Mast FIA IE IS	

7. <b>Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA</b>	Santander Ethical Ações Sust IS FI	Fundos "IS"
	Santander Prev Ethical Ações Sust IS FI	
8. <b>Schroder Brasil</b>	Schroder Best Ideas ESG FIA IS	Fundos "IS"
	Schroder Sust Ações Glob USD FIA IS IE	
	SCH Sust Ações Glob USD FC FIA IS IE	
9. <b>Western Asset</b>	WA Sust GBL Corp Bond FI Mult IE Sust IS	Fundo "IS"
10. <b>SICREDI</b>	SICREDI Ações Sustent ESG FI Aloc IS	Fundos "IS"
	SICREDI Ações Sustent ESG FIC FI IS	
11. <b>Plural</b>	Plural ESG IS Cred Priv FI RF LP	Fundo "IS"
12. <b>BTG Pactual</b>	BTG Pactual Reference Sustent ETF FIA IS	Fundos "IS"
	BT P Cred Corp ESG FI RF IS Cred Priv LP	
13. <b>Banco J Safra AS</b>	Safra ASG Global FC FIA IS	Fundos "IS"
	Safra Estratégia ASG FC FIA IS	
14. <b>BOCOM BBM Corretora de Câmbio e Valores</b>	BOCOM BBM ESG IS FIA IE	Fundos "IS"
	BOCOM BBM ESG IS FC FIA IE	
15. <b>Western Asset</b>	WA SUS GBL C B CL DOL FI Mult SUS IE IS	Fundo "IS"
16. <b>Safra Asset Management LTDA</b>	Safra Estratégia ASG Master II FIA IS	Fundo "IS"
17. <b>Sul America Investimentos Gestora de Rec</b>	SULA Prev Cred ESG FIRF Cred Priv IS	Fundos "IS"
	Sulamerica Cred ESG FIRF Cred Priv LP IS	
18. <b>Rio Bravo Investimentos LTDA</b>	Rio Bravo ESG IS FC INC INF RF Cred Priv	Fundo "IS"
19. <b>Bocaina Capital Gestora de Recursos LTDA</b>	Bocaina IN FC FI IN D I INF RF Cred Priv	Fundos que integram questões ESG em sua gestão
	Bocaina INF M I FI INC D IN em Infra RF	
20. <b>BC Gestão Recursos LTDA</b>	Brasil Capital SB Master FIA	Fundo que integra questões ESG em sua gestão
21. <b>Claritas</b>	Claritas Valor FIA	Fundo que integra questões ESG em sua gestão
22. <b>Fama Investimentos</b>	Fama FIFE Icatu Prev FIA	Fundo que integra questões ESG em sua gestão

Fonte: Anbima (2023) e Adaptado de Almeida (2023).

## Apêndice B – Roteiro de pesquisa completo

1) A instituição em que você trabalha oferta produtos ESG aos seus clientes?

- a. Sim
- b. Não

Questões para participantes que afirmaram que suas instituições ofertam ativos ESG na pergunta 1:

- 2) Quais produtos ESG são ofertados aos clientes (investidores)? (selecione todas as opções aplicáveis)
  - a. Fundos de renda fixa
  - b. Fundos de ações
  - c. Fundos multimercado
  - d. Fundos de participação (FIPs)
  - e. Ações
  - f. Opções
  - g. Outro (especifique)
  
- 3) Desde quando a sua instituição começou a oferecer produtos financeiros ESG? Indique, na resposta, o mês/ano ou apenas ano.
  
- 4) Por que a instituição decidiu ofertar produtos ESG aos seus clientes? (indique os três principais motivos)
  - a. Demanda dos clientes
  - b. Incentivo (influência positiva) de órgãos reguladores e autorreguladores (CVM, Banco Central, ANBIMA)
  - c. Normas ou obrigações (“pressão”) de órgãos reguladores e autorreguladores (CVM, Banco Central, Anbima)
  - d. Interesse da instituição em selos e/ou certificações de sustentabilidade
  - e. Melhora na imagem ambiental, social e de governança da instituição
  - f. Escolha estratégica / planejamento da instituição
  - g. Melhora no gerenciamento de riscos (especialmente o de mercado – menor oscilação no valor dos ativos)
  - h. Retorno financeiro potencial, pois ativos ESG geram maiores resultados
  - i. Outros (especifique)

- 5) Os ativos ESG representam quanto por cento do total de ativos geridos pela instituição? (percentual sobre o montante gerido e não sobre o número de ativos).
- 0 a 20%
  - 21 a 40%
  - 41 a 60%
  - 61 a 80%
  - 81 a 100%
- 6) Em geral, quais as características dos clientes que investem / pedem / optam por ativos ESG quanto ao tipo?
- São mais Pessoas Jurídicas (PJ)
  - São mais Pessoas Físicas (PF)
  - Igualmente divididos em Pessoas Jurídicas (PJ) e Pessoas Físicas (PF)
- 7) Por favor, descreva brevemente o perfil principal dos clientes que mais pedem ativos ESG. Se PESSOA FÍSICA, pode indicar se a maioria é homem ou mulher, qual a faixa etária (mais jovens ou mais velhos) e a classe de renda (baixa, média ou alta); se PESSOA JURÍDICA, pode indicar o setor principal de atividade e a nacionalidade da empresa, caso possa.
- 8) Quais são as fontes de informações utilizadas para a análise ESG dos ativos geridos?
- Demonstrações financeiras
  - Relatórios de sustentabilidade
  - Outros dados divulgados nos sites das empresas (políticas, metas e compromissos, apresentações, índices históricos de emissão, programas etc.)
  - Dados de órgãos reguladores (relatórios, rankings setoriais, informativos etc.)
  - Relatórios de mercado preparados por analistas e/ou instituições independentes (consultorias, casas de análise de investimentos etc.)
  - Notícias
  - Outro (especifique)

- 9) A respeito das diferenças entre os ativos ESG e outros ativos tradicionais, indique a opção que melhor representa a realidade sobre retornos financeiros:
- Normalmente maiores em ativos ESG
  - Parecidos em ativos ESG e ativos tradicionais
  - Normalmente maiores em ativos tradicionais
- 10) A respeito das diferenças entre os ativos ESG e outros ativos tradicionais, indique a opção que melhor representa a realidade sobre oscilação do valor de mercado:
- Normalmente ativos ESG oscilam mais
  - A oscilação é parecida em ativos ESG e ativos tradicionais
  - Normalmente ativos tradicionais oscilam mais
- 11) A respeito das diferenças entre os ativos ESG e outros ativos tradicionais, indique a opção que melhor representa a realidade sobre oscilação do valor de mercado taxas ou "custos" para os clientes:
- Normalmente maiores em ativos ESG
  - Parecidas em ativos ESG e ativos tradicionais
  - Normalmente maiores em ativos tradicionais
- 12) Em sua opinião quais os fatores que mais inibem ou impedem uma maior oferta de ativos ESG? (indique os três principais fatores).
- Dever fiduciário (possíveis retornos inferiores que podem comprometer a atuação em prol dos melhores benefícios dos investidores)
  - Interesse dos investidores em produtos que deem resultados no curto prazo
  - Escassez, insuficiência ou baixa confiabilidade das informações para análise dos ativos que deverão compor o ESG
  - Impossibilidade da instituição de verificar se as empresas donas dos ativos realmente atuam dentro dos princípios ESG
  - Diferença de conhecimento entre gestores e investidores sobre ESG
  - Menor custo-benefício para a instituição
  - Outro (especifique)

- 13) O que é esperado para o futuro com relação à oferta de produtos ESG, considerando o mercado financeiro brasileiro?
- Deve ocorrer um aumento expressivo da oferta
  - Deve ocorrer um aumento moderado da oferta
  - Não devem ocorrer mudanças na oferta de produtos ESG
  - Deve ocorrer uma redução moderada da oferta
  - Deve ocorrer uma redução expressiva da oferta

Questões para participantes que afirmaram que suas instituições não ofertam ativos ESG na pergunta 1:

- 14) Por que a sua instituição não oferta produtos ESG aos seus clientes? (selecione no máximo três opções)
- Dever fiduciário (possíveis retornos inferiores que podem comprometer a atuação em prol dos melhores benefícios dos investidores)
  - Interesse dos investidores em produtos que deem resultados no curto prazo
  - Escassez, insuficiência ou baixa confiabilidade das informações para análise dos ativos que deverão compor o ESG
  - Impossibilidade da instituição de verificar se as empresas donas dos ativos realmente atuam dentro dos princípios ESG
  - Ativos ainda desconhecidos e não disseminados entre os investidores
  - Menor custo-benefício para a instituição
  - Ausência ou insuficiência de profissionais capacitados no tema
  - Falta de interesse em ESG por parte da alta administração da instituição
- 15) A sua instituição pretende ofertar produtos ESG aos seus clientes no futuro?
- Não
  - Sim, até o próximo ano
  - Sim, nos próximos 5 anos
  - Sim, nos próximos 10 anos
  - Não sei responder se a instituição irá ou não ofertar



- 16) Em caso de resposta afirmativa na pergunta anterior, em que estágio se encontra o projeto para oferta de produtos ESG aos seus clientes?
- Estágio inicial (análises de viabilidade de oferta, planejamento de recursos)
  - Estágio intermediário (testes iniciais, definição de fontes para análise ESG)
  - Estágio final (oferta de produtos “piloto” e últimas validações)
  - Não aplicável (a instituição não pretende ofertar produtos ESG aos seus clientes)
- 17) Novamente em caso afirmativo, quais as principais motivações da instituição para começar a ofertar produtos ESG? (selecione as três principais opções)
- Demanda dos clientes
  - Incentivo (influência positiva) de órgãos reguladores e autorreguladores (CVM, Banco Central, Anbima)
  - Normas ou obrigações de órgãos reguladores e autorreguladores (CVM, Banco Central, Anbima)
  - Interesse da instituição em selos e/ou certificações de sustentabilidade
  - Melhora na imagem ambiental, social e de governança da instituição
  - Escolha estratégica / planejamento da instituição
  - Melhora no gerenciamento de riscos (especialmente o de mercado – menor oscilação no valor dos ativos)
  - Retorno financeiro potencial, pois ativos ESG geram maiores resultados
  - Outro (especifique)

Questões para todos os participantes:

- 18) Há quanto tempo você trabalha nessa instituição?
- 19) Há quanto tempo você trabalha com gestão de ativos?
- 20) Você fez algum curso ou alguma capacitação específica para trabalhar com ativos ESG?
- Sim, fiz curso/capacitação formal fora da instituição em que trabalho hoje

- b. Sim, fiz curso/capacitação formal dentro da instituição em que trabalho hoje
- c. Sim, mas foram cursos informais ou obtidos por conta própria (vídeos, sites ou palestras livres, por exemplo)
- d. Não, tudo o que aprendi foi com a experiência
- e. Outro (especifique)

21) Caso queira receber os resultados dessa pesquisa, deixe seu e-mail.

22) Caso queira fazer algum comentário, sugestão ou crítica, utilize o espaço abaixo.