

EVOLUÇÃO DOS FUNDOS ESG NO BRASIL

The evolution of ESG funds in Brazil

Danilo Cesar da Silva¹
Taine de Melo Carneiro Oliveira²
Maria Elisa Huber Pessina³

RESUMO

Nos últimos anos, a crescente preocupação global com práticas empresariais sustentáveis tornou os critérios ESG (Environmental, Social, and Governance) essenciais para a avaliação de investimentos, redefinindo o modelo de análise tradicional ao alinhar retornos financeiros a impactos ambientais e sociais positivos. Nesse contexto, os Fundos de Investimento ESG surgiram como uma categoria proeminente, atraindo a atenção de investidores que buscam conciliar ganhos financeiros com práticas responsáveis. No Brasil, esses fundos têm ganhado destaque, levantando debates sobre greenwashing e motivando ações legislativas. Este artigo investiga os Fundos ESG brasileiros, analisando sua evolução, características e performance. Com base em dados da plataforma Quantum Axis, a pesquisa exploratório-descritiva identificou 437 fundos, majoritariamente focados em renda variável, com um patrimônio total que ultrapassa R\$ 35 bilhões, ainda uma fração mínima da indústria de fundos no país. Poucos desses fundos superaram benchmarks como CDI ou Ibovespa. Apesar da narrativa, apenas 28 fundos mencionam explicitamente objetivos ESG em suas lâminas. Estes dados destacam desafios e a necessidade de aprimoramento no segmento ESG.

Palavras-chave: Brasil. Sustentabilidade. ESG. Investimentos Socialmente Responsáveis. Fundos de Investimento.

ABSTRACT

In recent years, the growing global concern for sustainable business practices has made ESG (Environmental, Social, and Governance) criteria essential for investment evaluation, reshaping traditional analysis models by aligning financial returns with positive environmental and social impacts. In this context, ESG Investment Funds have emerged as a prominent category, attracting investors seeking to reconcile financial gains with responsible practices. In Brazil, these funds have gained prominence, sparking debates about greenwashing and motivating legislative actions. This article investigates Brazilian ESG Funds, analyzing their evolution, characteristics, and performance. Based on data from the Quantum Axis platform, the exploratory-

¹ Professor dos Programas de Mestrado em Administração e em Direito, Governança e Políticas Públicas. E-mail: danilocesarsilva@gmail.com

² Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional e Urbano da Universidade Salvador. E-mail: tainedemelocarneiro@gmail.com

³ Doutora em Administração pela Universidade Federal da Bahia. Professora da Universidade Salvador e da Universidade Estadual de Feira de Santana. E-mail: maria.pessina@animaeducacao.com.br



descriptive research identified 437 funds, primarily focused on equities, with a total asset base exceeding R\$ 35 billion, still a small fraction of the fund industry in the country. Few of these funds outperformed benchmarks such as the CDI or Ibovespa. Despite the narrative, only 28 funds explicitly mention ESG objectives in their fact sheets. These findings highlight challenges and the need for improvement in the ESG segment.

Keywords: Brazil. Sustainability. ESG. Socially Responsible Investments. Investment Funds.

JEL: G11; Q56.

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a crescente preocupação global com práticas empresariais sustentáveis e socialmente responsáveis impulsionou a ascensão dos critérios ESG (*Environmental, Social and Governance* ou Ambientais, Sociais e de Governança, em português) como pilares fundamentais na avaliação de investimentos (Matos, 2020). Esse movimento, orientado por uma maior conscientização ambiental e social, tem promovido a evolução dos Fundos de Investimento ESG, que visam alinhar retornos financeiros com impactos positivos no meio ambiente e na sociedade (Bouyé; Klingebiel; Ruiz, 2021).

O desenvolvimento desses fundos destacou-se internacionalmente, refletindo uma mudança no paradigma do investimento, onde a busca por lucro agora se integra às preocupações éticas e ambientais. Nessa conjuntura, emerge a necessidade de compreender não apenas essa dinâmica, mas também suas particularidades em diferentes contextos nacionais

No Brasil, essa tendência também começou a emergir. Com a crescente adoção de critérios ESG no mercado financeiro — ao menos em tese, conforme indicado pelos materiais publicitários — os Fundos de Investimento ESG têm ganhado espaço, alinhando-se às tendências globais e buscando conciliar os objetivos financeiros dos investidores com a promoção de práticas mais sustentáveis e socialmente responsáveis.

Embora haja uma ampla literatura internacional sobre ESG, as pesquisas específicas sobre Fundos de Investimento ESG no Brasil ainda são relativamente incipientes. Este artigo visa preencher essa lacuna, concentrando-se em investigar os

fundos disponíveis no mercado brasileiro, analisando sua evolução, características, diferenças e performance ao longo do tempo.

Para tanto, foram utilizados dados da plataforma Quantum Axis⁴. A seleção incluiu fundos que contêm as siglas ESG/ASG em seus nomes, aqueles cujas políticas de investimento indicam a adoção de estratégias ESG, bem como fundos de gestoras que, conforme informado em seus sites ou outras fontes, aplicam critérios ESG na análise dos investimentos —informação que é verificada por algoritmos da Quantum Axis e disponibilizada através dos filtros da própria plataforma. Adicionalmente, quando a descrição do objetivo do fundo se mostrou ambígua, os próprios regulamentos e lâminas⁵ dos fundos foram verificados pelos autores. A pesquisa adotou uma abordagem metodológica qualitativa, categorizando-se como exploratório-descritiva.

Além de explorar as características dos fundos identificados e analisar sua performance, o estudo também visa investigar se estes realmente utilizam critérios ESG na composição de suas carteiras ou se apenas empregam essa temática como estratégia de marketing. A metodologia abrangeu fundos ESG constituídos até 29/12/2023, incluindo tanto os veículos em funcionamento quanto os encerrados.

A hipótese subjacente ao estudo é que os fundos ESG superam seus *benchmarks*, ou, no mínimo, o custo de oportunidade⁶, representado pelo CDI. Esta hipótese será testada através da análise comparativa da performance dos fundos ao longo de diferentes janelas temporais, fornecendo uma visão abrangente da eficácia desses veículos no contexto brasileiro.

Em complemento aos objetivos elencados, este artigo busca fornecer um referencial introdutório sobre a evolução da temática ESG no mundo e no Brasil. Além disso, espera-se que este trabalho sirva como ponto de partida para acadêmicos interessados em aprofundar a pesquisa nesse campo em constante evolução, assim como para análises comparativas com a realidade de outros países.

⁴ Plataforma de análise financeira que oferece acesso a uma extensa base de dados de ativos, compilada de fontes oficiais do mercado, posicionando-se como líder no mercado nacional.

⁵ A lâmina de informações essenciais é um documento que fornece os principais dados sobre um fundo de investimento, incluindo objetivos do fundo, estratégias, taxas, riscos e desempenho histórico, facilitando a compreensão e a comparação por parte dos investidores.

⁶ Refere-se ao potencial retorno perdido ao escolher uma opção de investimento em detrimento de outra.

A estrutura deste trabalho, organizada em quatro partes além desta introdução, inclui o referencial teórico, metodologia, análise dos resultados e conclusão.

2 SURGIMENTO E DESENVOLVIMENTO DA TEMÁTICA ESG

A evolução do capitalismo, consolidada a partir do pensamento liberal de Adam Smith, foi profundamente influenciada pela Escola de Chicago, especialmente pelas ideias de Milton Friedman, que defendia a maximização dos lucros para os acionistas como o foco primordial das empresas e considerava o mercado livre como o principal motor do desenvolvimento econômico (Smith, 1776; Friedman, 1970).

Contudo, a transição para o “capitalismo consciente” ou Capitalismo de *Stakeholders* trouxe uma mudança paradigmática ao questionar as premissas clássicas sobre o papel das empresas. Hart (2018) sugere que o foco exclusivo na maximização de lucros para os acionistas requer uma reflexão mais profunda, especialmente quanto às implicações éticas e sociais. Ele argumenta que, embora as empresas devam maximizar o bem-estar dos acionistas, isso pode incluir, em alguns casos, a consideração dos interesses de outros *stakeholders*. Essa visão inaugura uma era em que a responsabilidade empresarial abrange tanto a maximização de lucros quanto os impactos sociais e ambientais das atividades corporativas, impulsionada por mudanças nas relações sociais e pela crescente importância das questões ambientais (EIAly *et al.*, 2020).

A discussão sobre responsabilidade social e ambiental ganhou destaque na Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, em 1972, mas foi em 2004, com o Pacto Global da ONU, que o termo *Environmental, Social and Governance* foi cunhado pela primeira vez, no relatório “*Who Cares Wins*”. A visão inicial do ESG centrava-se na integração de princípios ambientais, sociais e de governança no mercado financeiro (UN Global Compact, 2004). Apesar desse marco, desde meados do século XX, iniciativas pioneiras, baseadas em princípios éticos, já demonstravam compromisso com a responsabilidade social corporativa (MSCI, 2018).

A relevância dos fatores ESG para as empresas é amplamente discutida na literatura, abrangendo desde a construção da marca até a atração e retenção de talentos, além dos impactos no custo de capital. Práticas socialmente responsáveis impactam positivamente a reputação das organizações, resultando em maior

fidelidade. He e Lai (2014) ressaltam que a relação entre consumidor e marca é fortemente influenciada por motivações sociais, destacando a importância crescente da “imagem simbólica” na lealdade dos consumidores.

Empresas que implementam práticas ESG robustas, como neutralidade de carbono, diversidade na força de trabalho e governança, fortalecem sua posição no mercado, atraindo consumidores conscientes e reduzindo riscos e custos de capital (Liu, 2023). Além disso, as gerações mais jovens valorizam cada vez mais questões ambientais, diversidade e propósito no ambiente de trabalho, o que se reflete na lucratividade das empresas (Mercer, 2020). Adicionalmente, Khan, Serafeim e Yoon (2016) demonstram uma correlação positiva entre o propósito corporativo e o retorno sobre ativos, indicando que práticas ESG não apenas atraem talentos, mas também impactam positivamente o desempenho financeiro.

Os critérios ESG influenciam diretamente o custo de capital e a minimização dos riscos operacionais, sendo essenciais não apenas para atender às demandas sociais emergentes, mas também para garantir a sustentabilidade e longevidade dos negócios (MSCI, 2018). Nesse contexto, a Carta I de ESG da JGP⁷ (2020) destaca a relevância das questões climáticas e o impacto futuro das emissões de gases de efeito estufa, que serão cada vez mais internalizados por regulamentações e preferências de consumo, tornando crucial a gestão de passivos e ativos ambientais.

Com efeito, a evolução do ESG nas práticas empresariais foi impulsionada pela instabilidade global e pela crescente conscientização ambiental, especialmente a partir dos anos 2000, quando os investimentos ESG se expandiram significativamente (Tavares; Caldeira, 2023). Esse crescimento deve-se a desafios globais, riscos regulatórios, mudanças demográficas e avanços na qualidade dos dados, contribuindo, inclusive, para a crescente integração da análise de risco ambiental na gestão de reservas internacionais por bancos centrais (Torinelli; Silva Júnior, 2021). Nesse contexto, é essencial compreender os três pilares fundamentais dos critérios ESG (Quadro 1), conforme definição do CFA Institute (Matos, 2020).

⁷ Tradicional gestora de investimentos brasileira.

Quadro 1 - Os Três Pilares dos Critérios ESG

Fatores Ambientais (E):	Medida da conservação do mundo natural; inclui esforços sobre a questão climática, emissões de gases de efeito estufa (CO ₂ , gás metano), poluição, biodiversidade, gestão de resíduos e efluentes.
Fatores Sociais (S):	Medida das considerações das pessoas e suas relações com a empresa; abrange satisfação do consumidor, engajamento dos funcionários, diversidade, relações com comunidades, proteção de dados e relações de trabalho.
Fatores de Governança (G):	Medida dos padrões para gerir uma empresa; engloba composição do conselho de administração, estrutura dos comitês de auditoria e fiscal, processos para evitar corrupção, ouvidoria, entre outros.

Fonte: Matos (2020).

Apesar dos avanços, persistem lacunas significativas, especialmente em relação ao *greenwashing*. Cunhado nos anos 1980 pelo ambientalista Jay Westerveld, o termo descreve a prática enganosa de empresas que promovem uma falsa preocupação com a sustentabilidade, muitas vezes como um efeito colateral da popularização do ESG. Ruiz-Blanco, Romero e Fernandez-Feijoo (2022) destacam que muitas empresas utilizam o termo ESG amplamente, mas sem um verdadeiro compromisso com práticas sustentáveis. Em resposta a esses desafios, a Comissão Europeia anunciou, em março de 2021, o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis, estabelecendo exigências rigorosas para a categorização de fundos ESG.

Outras críticas apontam que essas iniciativas podem não ser suficientemente transformadoras. Vilanova *et al.* (2024) reconhecem essa evolução social, mas destacam desafios na implementação, como equilibrar interesses conflitantes e evitar comprometer o desempenho econômico. Marques (2020) e Boyer (2021) argumentam que essas práticas não enfrentam as falhas estruturais do capitalismo, como a desigualdade e os danos ambientais, defendendo mudanças regulatórias que promovam inovação, competição justa e colaboração eficaz entre governo e setor privado. Ampliando essa discussão, Cornell e Damodaran (2020) criticam a integração da governança com responsabilidades sociais e ambientais no ESG, argumentando que essa combinação pode priorizar os interesses de outros grupos em detrimento dos acionistas. Cornell (2020) acrescenta que problemas como mudanças climáticas devem ser abordados por políticas públicas, e não por ações corporativas isoladas.

3 ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO ESG

O Investimento ESG vai além de rótulos como investimento sustentável ou responsabilidade social, caracterizando-se pela consideração conjunta de fatores ESG e critérios financeiros nas decisões de investimento, alinhando retornos financeiros com retornos sociais mensuráveis. Outrossim, diferencia-se da filantropia ao assegurar expectativas de retorno nas atividades de investimento (Liu, 2023).

Os objetivos dos investidores em ESG se dividem em três categorias principais: "Integração", visando melhorar resultados financeiros a longo prazo; "Valores Pessoais", que alinham investimentos com crenças éticas, religiosas ou políticas; e "Impacto Positivo", direcionando capital para empresas que oferecem soluções para desafios ambientais ou sociais, monitorando os benefícios gerados (MSCI, 2018).

Bouyé, Klingebiel e Ruiz (2021) destacam a diversidade de estratégias ESG (Quadro 2), que abrangem uma ampla gama de títulos e ativos financeiros. Segundo esses autores, cinco estratégias amplas, detalhadas no Quadro 2, oferecem uma visão abrangente do cenário, refletindo a complexidade dessas escolhas. Amel-Zadeh e Serafeim (2018) complementam a discussão ao avaliar diferentes estratégias ESG. O *screening* negativo é visto como redutor de risco e gerador de retornos positivos, enquanto o *screening* positivo associa-se à crença em retornos positivos. Entretanto, eles apontam que a estratégia de integração é a mais fácil de ser implementada, seguida pelo engajamento. Essas estratégias são mais proeminentes entre grandes investidores com alta alocação em ESG.

Quadro 2 - Principais Estratégias de Investimento ESG

Abordagem	Objetivo
Screening negativo ou de exclusão	Excluir entidades do universo de investimentos com base em setores, produtos, serviços ou comportamentos que o investidor considera indesejáveis, alinhados a seus valores ou ética.
Screening positivo ou <i>best-in-class</i>	Focar empresas que pontuam bem em métricas ESG comparadas a <i>benchmarks</i> , visando gerar resultados financeiros, ambientais ou sociais positivos, ou todos os três. As triagens são baseadas nas preferências, valores ou ética do investidor.
Integração de fatores ESG relevantes no processo de investimento	Integrar riscos de ESG nos processos tradicionais de investimento, combinando informações qualitativas e quantitativas para

	melhorar a tomada de decisão, como valoração e construção de portfólio.
Investimento de impacto	Focar impactos ambientais ou sociais positivos, onde intencionalidade, adicionalidade e relatórios de impacto são explícitos. Os retornos podem ser competitivos ou abaixo do mercado.
Engajamento ou propriedade ativa (<i>stewardship</i>)	Monitorar e gerenciar desafios de ESG. Usar a influência do investidor para gerenciar riscos de ESG e aumentar a transparência de um mutuário.

Fonte: Bouyé; Klingebiel; Ruiz (2021).

A estratégia de integração é preferida por sua flexibilidade, permitindo sua incorporação às práticas tradicionais de gestão, o que tem contribuído para transformar os investimentos ESG de um nicho específico em uma abordagem *mainstream* (Revelli, 2017). No entanto, essa popularização levanta questionamentos sobre a eficácia dessas práticas, já que os efeitos das abordagens generalizadas, como a integração, não são facilmente quantificáveis. Nesse sentido, Amel-Zadeh e Serafeim (2018) apontam que, embora financeiramente vantajosa, a relevância dessa estratégia pode diminuir no futuro devido a problemas de qualidade dos dados e à tendência de migração para estratégias baseadas em fatores e índices, que envolvem a seleção de ativos com base em atributos específicos ou em alinhamento com índices de referência estabelecidos, respectivamente.

A despeito dessas ponderações, a utilização de princípios ESG na gestão de investimentos continua crescendo, impulsionada pela demanda por um futuro sustentável. Inicialmente focada no segmento de renda variável⁸, a prática de considerar fatores ESG evoluiu e se expandiu para uma ampla gama de ativos financeiros, inclusive no segmento de renda fixa⁹, especialmente com o surgimento dos títulos de impacto¹⁰ em 2008 e a emissão crescente de *green bonds* (Bouyé; Klingebiel; Ruiz, 2021).

⁸ Renda Variável: investimentos cujo retorno não é predeterminado e pode variar amplamente, dependendo do desempenho do mercado ou da empresa, como ações, fundos de investimento em ações e commodities.

⁹ Renda Fixa: refere-se a investimentos com regras de remuneração definidas no momento da aplicação no título, o que inclui a forma e o tempo de pagamento de juros e do principal, como títulos do governo, debêntures e CDBs.

¹⁰ Títulos de impacto referem-se a instrumentos financeiros destinados ao financiamento de projetos que geram benefícios ambientais e sociais, como títulos verdes (*green bonds*) e sociais.

O interesse pelo tema, todavia, intensificou-se a partir de 2006, com o estabelecimento dos *Principles for Responsible Investment* (PRI), uma iniciativa voluntária que exige que seus signatários considerem fatores ESG em suas análises e decisões de investimento. Até março de 2021, o PRI contava com mais de 3.000 signatários, incluindo prestadores de serviços, gestores de recursos e investidores institucionais, que juntos administravam mais de US\$ 120 trilhões em ativos (ANBIMA, 2022). Em 2018, os ativos alocados para abordagens de investimento ESG ultrapassaram US\$ 30 trilhões, com a Europa liderando em ativos sustentáveis, seguida pelos Estados Unidos (Alliance, 2018).

Essa tendência é corroborada por Amel-Zadeh e Serafeim (2018), que identificaram um aumento significativo no uso de dados ESG nos últimos 25 anos. O estudo, envolvendo mais de 4.500 profissionais sêniores de investimento, revelou que a maioria dos investidores (82%) considera informações ESG em suas decisões, com tópicos como anticorrupção, liderança, mudanças climáticas e gestão de energia sendo vistos como mais relevantes. Muitos investidores incorporam dados ESG em resposta à demanda por produtos sustentáveis, refletindo uma motivação financeira que se sobrepõe à ética: a adoção de práticas ESG pode não apenas melhorar a performance, mas também atrair mais clientes, aumentando a receita.

Apesar do crescimento do ESG na gestão de investimentos, alguns obstáculos dificultam sua adoção generalizada. A integração de questões ESG na análise de investimentos é complexa, abrangendo desde governança corporativa até estresse hídrico e capital humano. Bouyé, Klingebiel e Ruiz (2021) destacam que a falta de definições uniformes e rótulos consistentes dificulta a avaliação dessas práticas. Além disso, a ambiguidade dos dados ESG pode impactar a demanda por ativos sustentáveis e resultar em retornos mais baixos, tornando a padronização das classificações vital para melhorar a precisão das divulgações e atrair investidores sensíveis a essas práticas (Luo *et al.*, 2023).

A relação entre ESG e retornos financeiros é um ponto de debate. Enquanto algumas pesquisas relatam resultados mistos ou negativos, outras indicam um desempenho superior em empresas com fortes práticas ESG. Essa falta de consenso reflete a dificuldade em estabelecer uma ligação uniforme entre responsabilidade social corporativa e resultados financeiros. Silva e Moutinho (2024) analisaram

empresas brasileiras com práticas ESG durante a pandemia de Covid-19 e revelaram que, apesar de retornos mais altos e menor volatilidade, não houve correlação direta entre práticas ESG e indicadores tradicionais como Retorno sobre Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Outro ponto controverso diz respeito à materialidade das informações ESG, dada sua importância para o retorno dos ativos. Fatores como reputação e riscos legais são particularmente destacados pelos investidores como determinantes, conforme Amel-Zadeh e Serafeim (2018). A falta de comparabilidade entre empresas e a ausência de padrões uniformes para relatórios ESG complicam ainda mais sua incorporação efetiva no processo decisório. A Carta I de ESG da JGP (2020) ressalta que a diferenciação entre fatores materiais e não materiais nos scores ESG é essencial para o desempenho das ações. Khan, Serafeim e Yoon (2016) mostram que empresas com alto desempenho ESG tendem a apresentar menor risco sistemático¹¹ e atrair um prêmio de risco¹² positivo, sublinhando a necessidade de identificar e priorizar fatores materiais específicos de cada setor.

Além dessas questões, os investimentos ESG enfrentam outros desafios, como a falta de qualidade e disponibilidade de dados, questões regulatórias complexas, exigências de certificações e, como mencionado anteriormente, a preocupação com o *greenwashing* (Bouyé; Klingebiel; Ruiz; 2021; Liu, 2023). Iniciativas regulatórias, como as propostas pela Comissão Europeia em 2021 e pela SEC¹³ em 2022, buscam padronizar e fortalecer a governança do ESG, abordando essas questões. Na Europa, a taxonomia e padronização também têm sido foco das autoridades, visando combater práticas enganosas, um desafio persistente para reguladores e investidores.

Apesar desses esforços, críticas à integração dos princípios ESG persistem. Pucker e King (2022) apontam falhas como o uso de dados desatualizados e não auditados, além de classificações ESG não regulamentadas, que podem levar a avaliações enganosas. Essas limitações permitem que empresas menos

¹¹ Refere-se ao risco de perda associado a fatores que afetam todo o mercado ou segmento econômico, como crises econômicas, mudanças políticas ou desastres naturais.

¹² É o retorno adicional que um investidor espera receber ao escolher um investimento mais arriscado em relação a uma opção mais segura, como títulos do governo.

¹³ A SEC é uma agência federal dos Estados Unidos responsável por regular e supervisionar os mercados de valores mobiliários, proteger os investidores, manter mercados justos, ordenados e eficientes, e facilitar a formação de capital.

sustentáveis, por vezes, recebam melhores classificações ESG devido a métricas inadequadas. Além disso, a maioria dos fundos ESG investe em mercados secundários¹⁴, o que dificulta a medição direta de seu impacto real, levantando dúvidas sobre a eficácia desses investimentos em cumprir suas promessas ambientais e sociais.

Edmans (2023) critica a especialização excessiva em ESG, questionando práticas comuns, como o desinvestimento automático de setores não sustentáveis e a aceitação de propostas de ESG que não agregam valor claro. O autor critica a politização do ESG e defende uma análise mais equilibrada de seus impactos, sugerindo que os benefícios do ESG devem ser considerados dentro de um contexto mais amplo de gestão de ativos, sem serem supervalorizados ou tratados como uma solução universal.

Outro fator que pode restringir o desenvolvimento dos princípios ESG é a transformação do cenário geopolítico global após a pandemia de Covid-19. A invasão da Ucrânia pela Rússia e o aumento das tensões entre EUA e China colocam em xeque o modelo de globalização vigente. Saharti *et al.* (2024) destacam como esses conflitos geopolíticos afetam o desempenho ESG das empresas, especialmente nos países desenvolvidos, onde se observa uma piora significativa. Essas dinâmicas geram implicações socioeconômicas e geopolíticas que adicionam mais um desafio à integração bem-sucedida dos princípios ESG na gestão de investimentos.

4 ESG NO BRASIL

Devido à sua vasta extensão territorial e grande biodiversidade, o Brasil tem sido o foco de debates e conferências relacionadas a pautas sustentáveis. A necessidade de soluções para os desafios ambientais e sociais do país, aliada ao reordenamento do mercado para adotar responsabilidade social, sustentabilidade empresarial e práticas de governança corporativa, tem impulsionado a transformação de diversos setores do mercado brasileiro, abrindo espaço para a inserção de fundos de investimento com foco em ESG.

¹⁴ Enquanto o Mercado Primário refere-se à primeira emissão de títulos ou ações, através da qual os emissores vendem diretamente ao público para captar recursos, o Mercado Secundário refere-se à negociação de títulos ou ações já emitidos entre investidores, permitindo a liquidez e a determinação do preço corrente desses ativos.

Sob uma perspectiva histórica, a Lei das S.A. (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) já demonstrava uma abordagem alinhada com os princípios ESG em seu artigo 116, ao estabelecer que o acionista controlador tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, colaboradores e a comunidade onde a empresa atua. No contexto legal contemporâneo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) promulgou, em 2014, a Resolução 4.327, que exige que as instituições financeiras adotem uma Política de Responsabilidade Socioambiental. Em 2018, a Resolução 4.661 determinou que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar devem considerar aspectos ESG na análise de riscos dos investimentos.

Na esfera privada, a Federação Brasileira de Bancos (Febraban) publicou, em 2014, o Normativo de Criação e Implementação de Política de Responsabilidade Socioambiental, formalizando práticas socioambientais para as instituições financeiras do país e estabelecendo diretrizes para a gestão de riscos socioambientais. Em 2015, a Febraban reforçou esse compromisso ao lançar um guia prático com ferramentas e orientações detalhadas para auxiliar as instituições na elaboração, implementação e monitoramento de suas políticas de responsabilidade ambiental (ANBIMA, 2020).

A evolução do debate e o avanço regulatório ajudaram a amadurecer a indústria de investimentos ESG no Brasil. Embora o primeiro Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) tenha sido lançado em 2005, diversos outros índices focados em ESG surgiram nos últimos anos, influenciados pelo crescente destaque dessa temática. A indústria de fundos de investimento também acompanhou essa tendência, introduzindo produtos associados ao ESG. De acordo com um levantamento da Morningstar e da Capital Reset, divulgado pelo Pacto Global (2021), os fundos ESG no Brasil captaram R\$ 2,5 bilhões em 2020, refletindo uma resposta positiva dos investidores, apesar de ainda serem considerados um nicho.

Em resposta a essa demanda crescente, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) estabeleceu, em 2020, a classificação de fundos "Sustentabilidade/Governança". Além disso, lançou guias em 2020 e 2021 para auxiliar instituições financeiras na incorporação de critérios ESG em suas análises de investimento (ANBIMA, 2021). Em 2022, implementou as "Regras e

Procedimentos para Identificação dos Fundos de Investimento Sustentável (IS)”, que estabelecem critérios para classificar fundos como sustentáveis, exigindo que adotem ações regulares compatíveis com seus objetivos e ofereçam transparência aos investidores e ao público em geral. O documento também define critérios para fundos que, embora não tenham a sustentabilidade como objetivo principal, consideram questões ESG e se diferenciam dos que não o fazem. Essa distinção pode ser informada nos materiais de marketing, desde que cumpram os requisitos estabelecidos.

Além de autorregular esse tipo de investimento, a alteração teve como objetivo coibir a prática de *greenwashing*, pois a ANBIMA identificou, em estudo realizado em 2020, que diversos fundos de investimento que não se enquadravam na subcategoria de "Sustentabilidade/Governança" se autodenominavam “verdes”, sustentáveis ou ESG (ANBIMA, 2021), em linha com o objeto de pesquisa deste estudo.

Da mesma forma, a legislação do país foi aprimorada. Em 2020, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁵ realizou uma audiência pública para discutir o “Novo Marco dos Fundos de Investimento”, que culminou na Resolução CVM nº 175/2022, aprovada em dezembro de 2022 e em vigor desde outubro de 2023. Essa resolução introduziu novas regras para a constituição e funcionamento de fundos de diversas categorias, incluindo ativos verdes e fundos ESG, exigindo maior padronização e transparência, definição clara de critérios ESG e políticas de investimento, divulgação detalhada dos impactos socioambientais, análise de materialidade, e uma governança corporativa robusta para fundos ESG.

Apesar desses avanços, a compreensão sobre o tema ainda está em desenvolvimento no Brasil. Uma pesquisa da ANBIMA realizada em 2021 com 265 instituições financeiras categorizou-as em cinco perfis distintos quanto à integração do ESG: 4,2% desconfiados, 35,5% distantes, 32,1% iniciados, 21,5% emergentes e 6,8% engajados. Embora 86% das instituições reconheçam a importância da sustentabilidade, há uma discrepância significativa entre esse reconhecimento e a implementação de práticas efetivas. Além disso, 87% dos respondentes indicaram que a pandemia de covid-19 foi o principal catalisador para o aumento do interesse em

¹⁵ A CVM é uma autarquia federal responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no país.

ESG, destacando a necessidade de uma avaliação mais rigorosa dos riscos relacionados à sustentabilidade. Ainda assim, 90% das instituições acreditam que a inclusão dos critérios ESG não é apenas uma tendência passageira, mas algo que veio para ficar e será cada vez mais fundamental no futuro.

Esse descompasso notável entre o reconhecimento da importância e a aplicação prática dos critérios ESG pode ser uma das razões pelas quais o montante alocado nos fundos ESG no Brasil é relativamente pequeno em comparação ao cenário global. Bertão (2023) aponta que a indústria mundial de fundos sustentáveis alcançou US\$ 3,12 trilhões em junho de 2023, representando 7,9% do total de ativos geridos globalmente. Esse valor indica um aumento em relação a 2022, quando esses fundos totalizavam US\$ 2,79 trilhões, ou 7,6% do total gerido. No Brasil, o avanço desses fundos tem sido mais lento: até novembro de 2022, o país contava com aproximadamente R\$ 10,5 bilhões investidos em 59 Fundos de Investimento Sustentável e outros 30 fundos que consideram critérios ESG em suas estratégias.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo adotou uma abordagem metodológica qualitativa, categorizando a pesquisa como exploratório-descritiva, uma vez que buscou compreender e descrever as características dos Fundos de Investimento ESG no mercado brasileiro por meio de uma análise detalhada de fontes secundárias, complementada por consultas eventuais a fontes primárias sempre que necessário. Essa metodologia, conforme descrito por Vergara (2006), é apropriada para pesquisas que visam explorar fenômenos pouco conhecidos e descrever suas particularidades de forma aprofundada. Para coletar os dados, foi utilizada a plataforma financeira Quantum Axis, selecionando Fundos de Investimento ESG no mercado brasileiro que contêm as siglas ESG ou ASG em seus nomes ou cujas políticas de investimento indiquem a adoção de critérios ESG. Esta seleção também incluiu fundos de gestoras que, conforme indicado em seus sites ou outras fontes de divulgação, aplicam critérios ESG na análise dos investimentos, sendo essa informação verificada por algoritmos da Quantum Axis e disponibilizada através dos filtros da própria plataforma. Adicionalmente, quando a descrição do objetivo do fundo se mostrou ambígua, os próprios regulamentos e lâminas dos fundos foram analisados pelos autores. A análise

abrangeu todos os fundos ESG já constituídos no país até 29/12/2023, considerando-se fundos ativos, em fase operacional, liquidados, encerrados ou incorporados.

A avaliação envolveu a revisão das principais características dos fundos, como situação atual, gestora, público-alvo, data de constituição, categoria, objetivo de investimento e patrimônio líquido. Além disso, comparou-se o retorno dos fundos em janelas temporais de 60, 48, 36, 24 e 12 meses, em relação ao custo de oportunidade e, para os fundos de ações, em relação ao Índice Bovespa (Ibovespa). A escolha dessas janelas temporais justificou-se pelo fato de que a maioria dos fundos na amostra foi constituída nos últimos cinco anos, proporcionando uma visão abrangente dos Fundos de Investimento ESG no contexto brasileiro.

Quanto aos *benchmarks*, o CDI foi utilizado como *proxy* para o custo de oportunidade, uma vez que é a principal referência do mercado financeiro brasileiro, com rentabilidade alinhada à Taxa Selic, taxa livre de risco brasileira (Piccoli; Cruz; Citadin; 2014). O Ibovespa foi escolhido como referência para avaliar o desempenho dos fundos de renda variável, os quais constituem a maior parte da amostra, haja vista ser o principal índice desse segmento no Brasil (Grôppo, 2006).

No escopo deste trabalho, reconhecem-se algumas limitações inerentes à metodologia adotada. A definição de uma data de corte específica pode não capturar mudanças posteriores nos fundos, e a análise da rentabilidade baseada em janelas temporais pode restringir a compreensão da performance a longo prazo. Além disso, a dependência de fontes secundárias, oriundas da plataforma Quantum Axis, introduz a possibilidade de incompletude ou imprecisão nos dados. No entanto, além da análise diligente das informações realizada pelos autores, cabe destacar que a Quantum Axis utiliza diversas fontes de mercado, oficiais e não oficiais, e emprega inteligência artificial para cruzar diferentes bases de dados financeiros, o que mitiga problemas de precisão e atualização das informações. Não obstante, como mencionado, para reforçar as medidas de conciliação realizadas pela Quantum Axis, objetivando asseverar a acurácia e clareza dos dados, os autores realizaram consultas a fontes primárias, como regulamentos e lâminas dos próprios fundos, sempre que necessário.

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados da análise revelam que, até 29/12/2023, um total de 437 fundos ESG foram identificados pela plataforma Quantum Axis. O Quadro 3 detalha o público-alvo.

Quadro 3 - Público-Alvo dos Fundos ESG

Público-Alvo	Total de Fundos
Qualificados	134
Investidores em geral	100
Exclusivos do Administrador	71
Exclusivos previdenciários	64
Exclusivos	32
Sem público-alvo definido	15
Profissionais	13
Investidores institucionais	5
<i>Private</i> (pessoa física de elevado patrimônio)	3

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

Do total de fundos, 314 estavam em funcionamento normal, 31 em fase pré-operacional, 12 foram incorporados por outros fundos e 80 foram liquidados. Esses fundos eram geridos por 100 diferentes gestoras de investimento (*asset managers*), número que reduziu para 90 ao excluir gestoras pertencentes ao mesmo conglomerado econômico. Do total de fundos, a maioria era direcionada para investidores qualificados¹⁶ ou profissionais.

O patrimônio detalhado por categoria de fundo está expresso no Quadro 4.

Quadro 4: Público-Alvo dos Fundos ESG

Categoria de Fundo	Patrimônio (R\$)
Fundos de Renda Fixa	12.6 bilhões
Fundos de Renda Variável (ações e ETFs)	10 bilhões
Fundos de Participação	6.9 bilhões
Fundos Multimercados	5 bilhões
Outras Categorias	0.5 bilhão
Total dos Fundos ESG	35 bilhões

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

Do total de fundos, 219 eram de ações (renda variável), incluindo 12 fundos de índice (ETFs); 123 eram multimercados; 43 de *private equity* e venture capital; 39 de renda fixa; 12 de direitos creditórios (FIDC); e 1 fundo imobiliário. O patrimônio total

¹⁶ Investidor Qualificado é a pessoa física ou jurídica que possui mais de R\$ 1 milhão em investimentos ou que detenha certificações reconhecidas pela CVM.

dos fundos ESG ativos ultrapassava R\$ 35 bilhões, valor ínfimo comparado aos R\$ 8,3 trilhões da indústria de fundos no Brasil (ANBIMA, 2023).

A maioria dos fundos foi estabelecida nos últimos cinco anos, com um aumento significativo entre 2019 e 2020 (Figura 1), seguido por desaceleração em 2022 e 2023. Alguns fundos, criados entre 1986 e 2010, quando a temática ainda era incipiente no Brasil, provavelmente alteraram seus regulamentos para adotar critérios ESG, o que pode descaracterizar a data de constituição como início da estratégia ESG. Esse aumento da relevância do ESG no mercado brasileiro pode ter levado fundos tradicionais a adotarem esse expediente, corroborando Amel-Zadeh e Serafeim (2018), que observaram que muitos investidores desenvolvem produtos ESG mais em resposta à demanda do mercado do que por afinidade com a temática.

Figura 1 - Fundos ESG constituídos no Brasil



Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

O aumento acentuado de fundos ESG entre 2019 e 2020 está em linha com o fenômeno observado por Silva e Moutinho (2024), que constataram uma maior procura durante a pandemia de Covid-19, seguida por uma forte oferta de novos ativos financeiros relacionados a ESG. A subsequente redução nos últimos dois anos pode estar associada ao maior escrutínio regulatório no Brasil, como a classificação

específica da ANBIMA em 2020, a criação da categoria Fundos de Investimento Sustentável (IS) em 2022, e a aprovação da Resolução CVM nº 175 em 2022.

Outro ponto relevante é que, do total de fundos, apenas 28 traziam em suas lâminas de informações essenciais o objetivo explícito de superar índices ou referenciais de sustentabilidade (Quadro 5). Desses, 20 são fundos de ações e 8 são ETFs, reforçando o argumento de Bouyé, Klingebiel e Ruiz (2021) de que é mais fácil implementar estratégias ESG em ativos de renda variável, refletindo a hegemonia desse segmento no mercado global de ativos ESG. Ao avaliar o objetivo desses fundos considerando os três pilares postulados por Matos (2020), observa-se que nenhum deles foca exclusivamente no pilar ambiental. Quatro deles focam exclusivamente em governança corporativa, e apenas um foca no pilar social, especificamente no aumento de mulheres na liderança (igualdade de gênero). A maioria dos fundos, entretanto, avalia os três pilares concomitantemente.

Quadro 5 - Foco dos Fundos com Objetivos Explícitos em ESG

Foco / Benchmark	Nacionais	Estrangeiros	Total
ESG	17	6	23
Gov. Corporativa	4	0	4
Social	1	0	1

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

O fato é que a maioria dos fundos, mesmo adotando uma nomenclatura relacionada a ESG, ainda persegue objetivos tradicionais de ganho de capital e valorização das cotas, frequentemente vinculados a referenciais tradicionais do mercado financeiro, sem condicionantes ligados à sustentabilidade. Este cenário levanta preocupações sobre eventuais práticas de *greenwashing*. A disparidade entre o número de fundos que se apresentam como ESG e aqueles que realmente implementam práticas sustentáveis é preocupante em um mercado emergente como o brasileiro. Essa desconexão pode minar a credibilidade do ESG no país e perpetuar uma visão cética quanto à autenticidade dessas iniciativas. Além disso, a falta de rigor na definição e aplicação dos critérios ESG pode resultar em produtos que alegam ser sustentáveis sem oferecer benefícios ambientais e sociais reais, comprometendo o desenvolvimento de um mercado de capitais mais responsável e transparente.

Essa diferença entre fundos ou gestores que se intitulam ESG e aqueles que realmente se comprometem com a temática reforça a importância da autorregulação promovida pela ANBIMA e da aprovação da Resolução CVM nº 175. Corrobora também os argumentos de Pucker e King (2022), que observam como os materiais de marketing de fundos ESG frequentemente apresentam aspirações sociais ou ambientais, mas o detalhamento revela que o objetivo principal é garantir lucros para os acionistas, revelando uma desconexão entre discurso e prática.

Outro aspecto digno de nota — e que corrobora as críticas presentes na literatura sobre a disparidade entre as diversas fontes de informação relacionadas a investimentos ESG — é a divergência nos valores de patrimônio e na quantidade de fundos ESG reportados por diferentes fontes. A plataforma Quantum Axis indicava 437 fundos com patrimônio de cerca de R\$ 35 bilhões, enquanto Bertão (2023) apontava 89 fundos com patrimônio de aproximadamente R\$ 10,5 bilhões, baseado em um relatório publicado pelo Morgan Stanley. Um fator que contribui para essa divergência é a diferença entre Fundo de Investimento (FI) e Fundo de Investimento em Cotas (FIC). Enquanto o primeiro aplica diretamente em ativos como ações e títulos (ativos finais), o segundo investe em cotas de outros fundos. Na prática, diversos FICs podem aplicar em um mesmo FI, replicando a sua estratégia. Desse modo, a título de exemplo, se tivermos dois FICs que compram cotas de um mesmo FI, teremos três fundos que, na verdade, investem nos mesmos ativos finais. No caso da amostra em análise neste artigo, dos 437 fundos mapeados, 184 são FICs.

Ao analisar o retorno dos fundos de forma abrangente, os resultados sugerem que a maioria dos fundos ESG brasileiros, além de não estar genuinamente comprometida com a temática sustentável, também não apresenta uma performance financeira minimamente atraente, haja vista que não conseguem sequer superar o custo de oportunidade (Tabela 1).

Tabela 1 - Retorno dos Fundos ESG x Custo de Oportunidade (CDI)

Período (meses)	Número de Fundos	Acima do CDI	% Acima do CDI
60	69	23	33,33%
48	90	17	18,89%
36	166	19	11,45%
24	249	30	12,05%
12	292	164	56,16%

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

Ao direcionar o foco para os fundos de renda variável (Tabela 2), que constituem a maioria dos fundos ESG no Brasil, os resultados também não são auspiciosos, haja vista que em todos os prazos analisados, poucos fundos superaram o Ibovespa, reforçando a fragilidade dessa categoria no mercado brasileiro.

Tabela 2 - Retorno dos Fundos de Renda Variável ESG x Ibovespa

Período (meses)	Número de Fundos	Acima do CDI	% Acima do CDI
60	54	14	25,93%
48	63	16	25,40%
36	111	7	6,31%
24	137	2	1,46%
12	152	19	12,50%

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

Essa dinâmica é ainda mais acentuada nos fundos que trazem objetivos explícitos de superar índices ou referenciais de sustentabilidade (Tabela 3), reforçando a dificuldade de conciliar desempenho financeiro satisfatório com práticas sustentáveis, conforme discutido no referencial teórico.

Tabela 3 - Retorno dos Fundos com Objetivos ESG Explícitos x CDI

Período (meses)	Número de Fundos	Acima do CDI	% Acima do CDI
60	27	2	0
48	27	0	0
36	27	0	0
24	27	0	0
12	27	15	2

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de dados do Quantum Axis.

À luz dessas observações, a despeito da performance baixa dos fundos ESG brasileiros, não é possível associá-la diretamente à adoção de práticas ESG. Além de a literatura ser inconclusiva sobre a relação entre ESG e retornos financeiros, como evidenciado por Luo *et al.* (2023) e Silva e Moutinho (2024), a maior parte dos fundos,

como visto, apesar de adotarem nomenclaturas relacionadas a ESG, não demonstra um compromisso efetivo com objetivos sustentáveis. É, portanto, fundamental investigar esse fenômeno, separando os fundos que realmente estão tentando integrar critérios ESG às suas decisões de investimento e, então, avaliar sua performance. Além disso, é essencial analisar se as métricas e índices tradicionais de avaliação são adequados, ou se há necessidade de adotar indicadores *ad hoc* para uma análise mais precisa.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo demonstrou que a crescente adoção de critérios ESG para a seleção de investimentos tem sido uma tendência notável globalmente ao longo da última década. No Brasil, essa tendência também se intensificou nos últimos anos, embora o mercado de fundos ESG ainda se encontre em estágio inicial no país. Os dados analisados revelaram que, apesar do pico de lançamentos observado em 2020 e 2021, houve uma queda considerável em 2022 e 2023. Essa diminuição pode ser atribuída tanto ao maior escrutínio regulatório, com a aprovação da Resolução CVM nº 175/2022, quanto à queda da confiança dos investidores brasileiros na atratividade desses fundos, em função de sua performance abaixo do esperado.

A análise também mostrou que apenas uma minoria dos fundos ESG no Brasil persegue genuinamente objetivos sustentáveis. No entanto, o investidor comum muitas vezes não percebe essa diferença, tendendo a generalizar os fundos ESG com base nos rótulos utilizados, o que pode perpetuar equívocos sobre a efetividade e a integridade dessas estratégias de investimento. Entre os 437 fundos identificados, apenas 28 apresentaram, em suas lâminas de informações essenciais, o objetivo explícito de superar índices ou referenciais de sustentabilidade. A maioria ainda persegue objetivos tradicionais de ganho de capital e valorização das cotas, frequentemente vinculados a referenciais tradicionais do mercado financeiro, sem condicionantes ligados à sustentabilidade. Esse cenário levanta preocupações legítimas com práticas de *greenwashing* e exige um escrutínio maior por parte dos investidores.

Outro dado significativo foi a concentração dos fundos ESG no segmento de renda variável, seja por meio de fundos de ações, fundos de participação ou fundos

multimercados, o que é ainda mais proeminente para a minoria comprometida explicitamente com o alinhamento a índices ESG. Além disso, apenas uma pequena parcela dos fundos ESG é acessível a investidores em geral, enquanto a maior parte é destinada a investidores profissionais. Isso sugere a necessidade de democratizar o acesso a tais fundos, caso se pretenda que a abordagem ESG promova transformações significativas no mercado brasileiro. No entanto, é fundamental assegurar que os fundos rotulados como ESG estejam efetivamente comprometidos com objetivos sustentáveis, para evitar práticas enganosas e permitir uma avaliação confiável de sua performance, visando um crescimento sustentável e responsável dessa classe de investimentos.

Ademais, o estudo mostrou que, apesar do interesse crescente, o montante alocado em fundos ESG no Brasil ainda é ínfimo em comparação com o total da indústria de fundos no país. Esse cenário sugere que, embora haja uma conscientização sobre os critérios ESG, sua adoção prática e significativa na alocação de recursos ainda está em desenvolvimento.

A análise de retorno dos fundos ESG revelou que poucos fundos conseguem superar o CDI nas diferentes janelas temporais analisadas — ou o Ibovespa, no caso específico dos fundos de renda variável. Esse desempenho abaixo das referências de mercado pode explicar, em parte, a redução substancial de novos lançamentos observada nos últimos dois anos, constituindo um obstáculo adicional ao já mencionado aumento da regulação. O desempenho aquém das referências de mercado pode impactar a confiança e o interesse dos investidores, afetando suas decisões de alocação futura em fundos ESG no país. Isso destaca a importância de aprimorar e refinar constantemente os critérios ESG, mesmo com sua crescente adoção, haja vista os desafios revelados pelos resultados.

Diante dessa constatação, a hipótese inicial, de que os fundos ESG superariam seus *benchmarks* ou, ao menos, o custo de oportunidade representado pelo CDI, não se confirmou, o que foi ainda mais significativo para a minoria que apresenta o objetivo explícito de superar índices ou referenciais de sustentabilidade.

Sugere-se, para estudos futuros, uma investigação qualitativa dos fundos que se comprometem explicitamente a superar índices de sustentabilidade e a utilizar critérios ESG na composição de suas carteiras. Essa investigação poderia incluir uma

análise detalhada dos regulamentos desses fundos, bem como a realização de entrevistas com seus gestores, visando compreender em maior profundidade como os critérios ESG são efetivamente incorporados nas estratégias de investimento e se os objetivos de sustentabilidade declarados são realmente cumpridos na prática.

REFERÊNCIAS

ALLIANCE, **Global Sustainable Investment**. Global sustainable investment review. 2018.

AMEL-ZADEH, Amir; SERAFEIM, George. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. **Financial analysts journal**, v. 74, n. 3, p. 87-103, 2018.

ANBIMA. **ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis**. 01 out. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-define-criterios-para-identificar-fundos-sustentaveis.htm. Acesso em: 22 abr. 2024.

ANBIMA. **Boletim de Fundos de Investimento**. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/08/70/6D/2E/04FEC8104606BDC8B82BA2A8/Anexo_boletim_fundos_investimento_dezembro_Valor.xlsx. Acesso em: 22 abr. 2024.

ANBIMA. **Guia ASG – incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento**. São Paulo: ANBIMA, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2024.

ANBIMA. **Guia ASG II – aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento**. São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. Acesso em: 22 abr. 2024.

ANBIMA. **Retrato da sustentabilidade no mercado de capitais**. 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/3C/C2/CA/05/72EBD71032ADBBD76B2BA2A8/Retrato%20da%20sustentabilidade%20no%20mercado%20de%20capitais.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2024.

BERTÃO, Naiara. Ainda limitado no Brasil, investimento com foco ESG avança. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 dez. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/publicacoes/especiais/cop28/noticia/2023/12/19/ainda-limitado-no-brasil-investimento-com-foco-esg-avanca.ghtml>. Acesso em: 10 jan. 2024.

BOUYÉ, E.; KLINGEBIEL, D.; RUIZ, M. Environmental, social, and governance investing. **A primer for central banks' reserve managers**. Washington, DC: World Bank, v. 10, p. 36285, 2021.

BOYER, Marcel et al. Beyond ESG: reforming capitalism and social democracy. **Annals of Corporate Governance**, v. 6, n. 2–3, p. 90-226, 2021.

BRASIL. Banco Central. **Resolução nº 4.327, de 25 de abril de 2014**. Estabelece diretrizes para a elaboração e a implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4327>. Acesso em: 22 abr. 2024.

BRASIL. Banco Central. **Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados por entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=4661>. Acesso em: 22 abr. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento; revoga as normas que especifica. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 22 abr. 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 22 abr. 2024.

CORNELL, Bradford. ESG investing: Conceptual issues. **The Journal of Wealth Management**, 2020.

CORNELL, Bradford; DAMODARAN, Aswath. Valuing ESG: Doing good or sounding good? **NYU Stern School of Business**, 2020.

DA SILVA, Ricardo Luiz Menezes; MOUTINHO, Rafael. Investimentos ESG na pandemia da Covid-19: houve desempenhos financeiros e acionários superiores? **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, n. 23, p. 8, 2024.

DE SOUZA TAVARES, Ricardo; CALDEIRA, Joao Frois. Is replacing standard investments with ESG substitutes a good choice? **Brazilian Review of Finance**, v. 21, n. 1, p. 49-75, 2023.

EDMANS, Alex. The end of ESG. **Financial Management**, v. 52, n. 1, p. 3-17, 2023.

ELALFY, Amr et al. Scoping the evolution of corporate social responsibility (CSR) research in the sustainable development goals (SDGs) era. **Sustainability**, v. 12, n. 14, p. 5544, 2020.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. 2007.
GRÔPPO, Gustavo de Souza. Relação dinâmica entre Ibovespa e variáveis de política monetária. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, p. 72-85, 2006.

HART, Oliver. Companies Should Maximize Shareholder's Welfare. **Fu Dan Xue Bao. She Hui Ke Xue Ban**, n. 4, p. 122-128, 2018.

HE, Yuanqiong; LAI, Kin Keung. The effect of corporate social responsibility on brand loyalty: the mediating role of brand image. **Total Quality Management & Business Excellence**, v. 25, n. 3-4, p. 249-263, 2014.

JGP. **Carta I ESG**. 2020. Disponível em: https://www.jgp.com.br/wp-content/uploads/2023/08/JGP-Primeira-Carta-ESG_Julho-2020-Email.pdf. Acesso em: 13 fev. 2024.

KHAN, Mozaffar; SERAFEIM, George; YOON, Aaron. Corporate sustainability: First evidence on materiality. **The accounting review**, v. 91, n. 6, p. 1697-1724, 2016.

LIU, Yuchen. The impacts and challenges of ESG investing. In: **SHS web of conferences**. EDP Sciences, 2023. p. 01015.

LUO, Deqing et al. Sustainable investment under ESG volatility and ambiguity. **Economic Modelling**, v. 128, p. 106471, 2023.

MARQUES, Luiz; MARQUES, Luiz. The illusion of a sustainable capitalism. **Capitalism and Environmental Collapse**, p. 333-362, 2020.

MATOS, Pedro. **ESG and responsible institutional investing around the world: A critical review**. 2020.

MERCER. **Global Talent Trends Report**. 2020. Disponível em: <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/global-talent-trends-2020-report.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2024.

MSCI. **Introducing ESG investing**. 2018. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/7943776/ESG+Investing+brochure.pdf/bcac11cb-872b-fe75-34b3-2eaca4526237>. Acesso em: 10 jan. 2024.

PACTO GLOBAL. Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa. **Pacto Global**. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/esg>. Acesso em: 15 fev. 2024.

PICCOLI, Pedro Guilherme Ribeiro; CRUZ, June Alisson Westarb; CITADIN, Michael Willian. Determinando a taxa livre de risco para a aplicação do CAPM no mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Contabilidade e Gestão**, v. 3, n. 6, p. 01-11, 2014.

PUCKER, Ken; KING, Andrew. ESG investing isn't designed to save the planet, **Harvard Business Review**. Aug. 2022.

REVELLI, Christophe. Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 711-717, 2017.

RUIZ-BLANCO, Silvia; ROMERO, Silvia; FERNANDEZ-FEIJOO, Belen. Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing? **Environment, Development and Sustainability**, v. 24, n. 3, p. 4024-4045, 2022.

SAHARTI, Mohammed et al. Environmental, social and governance (ESG) performance of firms in the era of geopolitical conflicts. **Journal of Environmental Management**, v. 351, p. 119744, 2024.

SMITH, Adam. **The wealth of nations [1776]**. na, 1937.

TORINELLI, Viviane Helena et al. Environmental risk analysis (ERA) in the strategic asset allocation (SAA) of the international reserves (IRs) managed by central banks (CBs). **Latin American Journal of Central Banking**, v. 2, n. 1, p. 100021, 2021.

UN GLOBAL COMPACT. **Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World**. 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 15 fev. 2024.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa**. São Paulo: Atlas. 2006. p. 38. (v. 34).

VILANOVA, Miguel Eugenio Minuzzi et al. Reflexões sobre as controvérsias do modelo stakeholders capitalism como fator de criação de valor na cadeia da carne bovina brasileira: relevante ou inoperante? **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade**, v. 13, n. 1, p. e23761-e23761, 2024.