

**Inspere – Instituto de Ensino e Pesquisa
LL.C. em Direito Empresarial**

Lucas Bellini Pereira

**Uma breve análise sobre os indicadores ESG: sua relação com a performance
empresarial e atual aplicação no ordenamento brasileiro**

São Paulo

2021

Lucas Bellini Pereira

**Uma breve análise sobre os indicadores ESG: sua relação com a performance
empresarial e atual aplicação no ordenamento brasileiro**

Monografia apresentada ao Programa de LL.C. em
Direito Empresarial como requisito parcial para
obtenção do título de pós graduado em Direito
Empresarial.

Orientadora: Prof.^a Ms. Pâmela Gabrielle Romeu
Gomes Roque

São Paulo

2021

Bellini-Pereira, Lucas

Uma breve análise sobre os indicadores ESG: sua relação com a performance empresarial e atual aplicação no ordenamento brasileiro. /

Lucas Bellini Pereira. – São Paulo, 2021.

34 f.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Empresarial – LL.C.) – Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, 2021.

Orientadora: Prof.^a Ms. Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque.

1. ESG. 2. Desenvolvimento Sustentável. 3. Performance Empresarial. 4. Ordenamento Brasileiro.

Lucas Bellini Pereira

**Uma breve análise sobre os indicadores ESG: sua relação com a performance
empresarial e atual aplicação no ordenamento brasileiro**

Monografia apresentada ao Programa de LL.C. em
Direito Empresarial como requisito parcial para
obtenção do título de pós graduado em Direito
Empresarial.

Orientadora: Prof.^a Ms. Pâmela Gabrielle Romeu
Gomes Roque

Data de Aprovação: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora

Prof.^a Ms. Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Inspere

Resumo

O presente trabalho faz uma breve análise sobre os indicadores ESG (“*Environmental, Social, and Governance*”), com o objetivo de verificar a relação entre esses indicadores econômicos e o aumento de performance empresarial das organizações, bem como a atual situação sobre a aplicação desses parâmetros no ordenamento brasileiro. Nessa perspectiva, o início do trabalho examinará cada um dos fatores ambientais, sociais e de governança e seu histórico de evolução no mercado. Em seguida serão explorados estudos do meio acadêmico para investigar a conexão entre o ESG e o desempenho econômico das empresas. Por fim, será analisado o ordenamento jurídico e regulatório brasileiro e suas propostas recentes de alteração para compreensão do atual contexto do ESG dentro do cenário brasileiro. Dentre os resultados obtidos nessa pesquisa, constatou-se que o comprometimento com o desenvolvimento sustentável confirma ser benéfico para a performance empresarial das companhias, inclusive em relação aos seus resultados financeiros ao longo prazo. Além disso, foi verificado que o ordenamento brasileiro já possui base legal apta para garantir as empresas o aprofundamento no ESG, e a regulação sobre divulgação das informações relacionadas à atuação das empresas de capital aberto no ESG já vem sendo desenvolvida em busca de se tornar mais eficiente.

Palavras-chave: ESG. Desenvolvimento Sustentável. Performance Empresarial. Ordenamento Brasileiro.

Abstract

This study develops a brief analysis of the ESG (Environmental, Social, and Governance) indexes, in order to verify the relationship between these economic indexes and the increase in the business performance of companies, as well as the current situation regarding the application of these parameters in the Brazilian order. In this perspective, the beginning of this paper will examine each of the environmental, social, and governance factors and their history in the market. Next, academic studies will be explored to investigate the connection between ESG and the economic performance of companies. Finally, the Brazilian legal and regulatory framework and its recent proposals for amendments will be analyzed to understand the current context of ESG within the Brazilian scenario. Among the results obtained in this research, it was found that the commitment to sustainable development confirms to be beneficial to the business performance of companies, including in relation to their long-term financial results. In addition, it was found that the Brazilian legal system already has a legal basis to ensure companies deepen in the ESG, and the regulation on the disclosure of information related to the operation of publicly traded companies in the ESG is already being developed in order to become more efficient.

Keywords: ESG. Sustainable Development. Business Performance. Brazilian Order.

Lista de Siglas

BC	-	Banco Central
CMN	-	Conselho Monetário Nacional
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	-	Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA)
ESG	-	Environmental, Social, and Governance (Ambiental, Social e Governança)
GRI	-	Global Reporting Initiative
ISE	-	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISS	-	Institutional Shareholder Services
MSCI	-	Morgan Stanley Capital International
ONU	-	Organização das Nações Unidas
ROA	-	Retorno sobre os Ativos
ROE	-	Retorno sobre Patrimônio Líquido
SASB	-	Sustainability Accounting Standards Board
SEC	-	Securities and Exchange Commission

Sumário

1. INTRODUÇÃO	8
2. OS INDICADORES ESG (“<i>Environmental, Social and Governance</i>”)	10
3. A RELAÇÃO ENTRE ESG E PERFORMANCE EMPRESARIAL	12
4. APLICABILIDADE DO ESG NO ORDENAMENTO BRASILEIRO	20
5. CONCLUSÃO	27
REFERÊNCIAS	28
LEGISLAÇÃO	33

1. Introdução

Com o passar dos anos organizações empresariais vem remodelando a forma de condução de negócios, sobretudo buscando diversificar suas propostas de valor para além dos produtos e serviços. Nesse sentido, diversas empresas vêm adotando um modelo baseado no chamado “Capitalismo Consciente”, por meio do qual se esforçam para otimizar os resultados de todos os agentes envolvidos na relação empresarial, e não apenas de seus acionistas¹.

O referido modelo parte do pressuposto de que a atividade econômica possui potencial eminente de causar impactos positivos no mundo. Nessa perspectiva, organizações vem buscando alterar seus modelos de negócio - que anteriormente focavam apenas no lucro – para alcançar valores benéficos para a sociedade no geral, fidelizando seus *stakeholders* não só por cumprir suas expectativas financeiras, mas melhorando a percepção de valor da marca através de sua cultura, identidade, governança, comunicação, estratégias inovadoras, e impactos culturais, políticos e socioambientais.

Nesse sentido, é possível verificar uma resposta do mercado financeiro sobre essa perspectiva, nos últimos anos intensificou-se uma discussão sobre os benefícios econômicos de empresas comprometidas com o desenvolvimento sustentável, o que trouxe à pauta os indicadores ESG, sigla advinda da expressão “*Environmental, Social, and Governance*”. Tais indicadores trazem os fatores ambientais, sociais e de governança como critérios de análise de investimentos, além das métricas financeiras usuais de mercado².

Importante destacar que o ESG vem ganhando a cada dia mais força no cenário empresarial como novo mecanismo de análise de valor. Isso se relaciona ao fato de que as empresas que vem aderindo um modelo mais sustentável e não focado apenas no lucro de suas atividades, estão obtendo um respaldo extremamente positivo da sociedade, de forma que a repercussão no mercado financeiro é direta, aumentando-se cada vez mais o número de investimentos que valorizam essas métricas.

Entretanto, muito se discute se a adoção dos parâmetros ESG pela administração das empresas resulta de fato na melhora de performance das companhias e consequente aumento de seus resultados econômicos, tendo em vista que parte dos estudos relaciona essa forma de investimento à um hábito passageiro no cenário empresarial, que pode ser utilizado como bom marketing ou mecanismo de mitigação de riscos, mas sempre associado a pouca lucratividade

¹ SCHAWBEL, D. John Mackey: **Why companies should embrace conscious capitalism**. Forbes. January 15, 2013.

² ESTY, D. C.; CORT, T. **Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting**. Springer Nature, 2020.

e possíveis resultados apenas no longo prazo, isto é, instrumento que não deveria ser considerado como prioridade pelas organizações.

Ademais, tanto no Brasil quanto ao redor do mundo, a divulgação de informações relacionadas a atuação das empresas dentro dos parâmetros ESG ainda se encontra fragmentada e esparsa para análise de investidores, muito em razão da falta de padronização das informações, à natureza frequentemente voluntária da divulgação, e pelos custos associados com o fornecimento dessas informações.

Nesse sentido, órgãos reguladores do mercado de capitais ao redor do mundo vêm desenvolvendo normativas que buscam exigir das empresas cada vez mais a prática de medidas sustentáveis e a divulgação de informações nesse sentido. No Brasil não é diferente, embora a discussão ainda seja incipiente, já existem propostas para inclusão de questões mais assertivas sobre políticas ambientais, sociais e de governança para as empresas de capital aberto, buscando incentivar a atualização e desenvolvimento da regulação em vigor.

Diante do exposto, o presente estudo buscará explorar diversas pesquisas do meio acadêmico a respeito da relação entre os indicadores econômicos ESG e a performance empresarial, bem como a atual situação sobre a aplicação desses parâmetros no ordenamento brasileiro. Assim, ao final do trabalho, entre outras premissas, será possível encontrar a resposta aos seguintes questionamentos: empresas comprometidas com o desenvolvimento sustentável possuem performance superior às demais? Qual é o atual contexto do ESG dentro do ordenamento brasileiro?

Finalmente, é esperado que esse trabalho fomente novas ideias sobre a adoção de políticas sustentáveis no cenário brasileiro, sobretudo incentive a discussão sobre os benefícios que políticas ambientais, sociais e de governança podem trazer às empresas, além de demonstrar o papel fundamental dos órgãos reguladores para o desenvolvimento desse tema, promovendo a divulgação e transparência das informações.

2. Os indicadores ESG (“*Environmental, Social and Governance*”)

Inicialmente, é necessário destacar que embora as discussões sobre empresas que possuem políticas éticas e sustentáveis tenham sido intensificadas nos últimos anos, é de notório conhecimento que esse assunto não pode ser considerado recente. Da mesma forma, métricas de investimentos relacionados a desenvolvimento sustentável existem há anos no mercado financeiro, ainda que em menor quantidade do que atualmente.

Todavia, o impacto abrangido por boas práticas relacionadas aos critérios ambientais, sociais e de governança nunca foi tão importante quanto nos dias de hoje. O tema tornou-se pauta constante dos conselhos de administração de empresas e consideração indispensável para a maioria dos investidores.

Sucintamente, os indicadores ESG são um conjunto de padrões para as operações de uma empresa relacionados a medidas sustentáveis que investidores utilizam para avaliar potenciais investimentos. Trata-se de conceito amplo e subjetivo que expõe fatores ambientais, sociais e de governança como critérios de análise de investimentos³.

Para contextualização, o acrônimo ESG surgiu pela primeira vez em 2004, através de relatório publicado pela Organização das Nações Unidas (ONU)⁴, que propôs uma iniciativa conjunta de grandes instituições financeiras com o objetivo de desenvolver diretrizes e recomendações sobre como integrar melhor as questões ambientais, sociais e de governança corporativa no mercado de capitais⁵.

De maneira geral, os critérios ambientais consideram o desempenho das empresas na utilização de recursos naturais, abrangendo a emissão de carbono, gestão de resíduos, eficiência energética, tecnologia limpa e poluição. Os critérios sociais examinam as políticas e relações de trabalho, relações com cliente, fornecedores e a comunidade onde atua, políticas de inclusão e diversidade, direitos humanos, e privacidade e segurança de dados. Por fim, os critérios de governança tratam da remuneração de executivos da empresa, independência dos conselhos,

³ BOERNER, Hank. Your Company's ESG-Environmental, Social, and Governance factors are mattering more now to Institutional Investors. **Corporate Finance Review**, Nova Iorque, v. 12, ed. 2, p. 40-43, set./out. 2007.

⁴ O relatório foi endossado por 20 instituições financeiras com ativos combinados sob gestão de mais de US\$ 6 trilhões à época, com foco em organizar recomendações para diferentes atores do setor financeiro agregarem os fundamentos do ESG na pesquisa, análise e investimento do mercado financeiro. Vide: ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Who Cares Wins: connecting financial markets to a changing world**. Genebra (Suíça): The Global Compact, 2004. 58 p. Disponível em: https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf. Acesso em: 25 mar. 2021.

⁵ ECCLES, Robert G.; LEE, Linda-Eling; STROEHLE, Judith C. The Social Origins of ESG: an analysis of innovet and KLD. **Organization & Environment**, v. 33, n. 4, p. 575-596, 21 nov. 2019. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/1086026619888994>. Acesso em: 25 mar. 2021.

diversidade na composição do conselho de administração, controles internos, estrutura dos comitês de auditoria, ética e transparência⁶.

Nota-se que, a depender do setor da organização, os critérios acima podem se encaixar de diferentes formas e diferentes níveis, não há um padrão. A título de exemplo, a exposição a riscos ambientais de uma empresa do ramo de papel e celulose é extremamente mais relevante do que para uma empresa de tecnologia que produz softwares. Em outra perspectiva, para empresas do ramo de mineração, o ESG poderá ser mais eficiente na manutenção de laços com a comunidade e para priorizar a prevenção de riscos.

Entretanto, independentemente da localidade e do ramo de atuação de uma organização, todos os critérios do ESG devem ser considerados pelos administradores para a tomada de decisões gerenciais, visto que esses elementos estão interligados e cada um deles possui impacto direto na cadeia de valor das empresas.

O ritmo de crescimento dos investimentos sustentáveis vem aumentando exponencialmente ao redor do mundo. Em 2018 esses investimentos já representavam mais de 50% do total de ativos geridos profissionalmente no Canadá, Austrália e Nova Zelândia, 49% na Europa, 26% nos Estados Unidos e 18% no Japão. Em questão de valores, o aumento entre 2016 e início de 2018 foi de 34% dos ativos, totalizando o valor de US\$ 30,7 trilhões nessas regiões, sendo que a Europa continua sendo o continente que concentra a administração da maior proporção desses valores, com quase metade dos ativos de investimentos sustentáveis do mundo⁷.

Essa aceleração parece ter sido impulsionada pela maior atenção social, governamental e do consumidor no impacto que as organizações empresariais podem ter no mundo, bem como pelos investidores e executivos que perceberam que uma forte proposta ESG pode garantir o sucesso de longo prazo de uma empresa. A magnitude do fluxo de investimentos ao redor do mundo sugere que o ESG é muito mais do que uma moda passageira ou um exercício de bem-estar para as empresas⁸.

⁶ ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Guia ASG: incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento**. São Paulo e Rio de Janeiro, 2020. p. 7.

⁷ GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. **2018 Global Sustainable Investment Review**. 4. ed. Global Sustainable Investment Alliance, 2018. p. 9. Disponível em: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf. Acesso em: 09 abr. 2021.

⁸ HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTTALL, Robin. **Five ways that ESG creates value: getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here`s why**. McKinsey & Company, 2019. p. 2.

3. A relação entre ESG e performance empresarial

Desde o início de sua existência, a principal controvérsia a respeito da aplicação de parâmetros ambientais, sociais e de governança pela administração das empresas parte do pressuposto de se considerar que eles não resultam em uma melhor performance para as organizações, isto é, não fornecem lucro.

As empresas e investidores identificavam tratar-se de uma pauta importante no mundo empresarial, mas enxergavam essa forma de investimento relacionada a pouca lucratividade e possíveis resultados apenas no longo prazo. Nesse sentido, a adoção do ESG talvez fosse uma alternativa para um bom marketing, ou algum mecanismo de mitigação em segundo plano.

Ocorre que, a ordem econômica - assim como os interesses sociais - é mutável, e o pensamento friedmaniano de que a função social das empresas é apenas de obter lucro aos seus acionistas está perdendo cada vez mais espaço no cenário empresarial⁹. O paradigma frequentemente enfrentado pelos conselhos de administração sobre alocação de recursos entre propostas sustentáveis ou a riqueza de seus acionistas vem adquirindo uma nova perspectiva entre os executivos.

Nesse ponto, o dualismo sobre lucro de acionistas e objetivos ESG em decisões gerenciais não deve ser observado como se fossem dois interesses distintos em uma competição de soma zero; pelo contrário, devem ser perspectivas de avaliação conjuntas em busca de um crescimento contínuo e sustentável no longo prazo¹⁰.

Atualmente, fica nítido que um modelo de governança corporativa que visa apenas a maximização de valor para acionistas é política e comercialmente insustentável, em razão dos desafios substanciais de curto prazo para as organizações que operam em todos os setores de negócios, por exemplo riscos ambientais e de capital humano, além da instabilidade gerada pela desigualdade econômica generalizada. As empresas devem enfrentar esses desafios

⁹ Milton Friedman (1912–2006) foi um famoso e premiado economista e um dos principais pensadores do liberalismo econômico. Em artigo publicado em 1970 expõe: “*Mas a doutrina da "responsabilidade social" levada a sério estenderia o escopo do mecanismo político a todas as atividades humanas. Não difere em filosofia da doutrina mais explicitamente coletiva. Difere apenas por professar acreditar que os fins coletivistas podem ser alcançados sem meios coletivistas. É por isso que, em meu livro Capitalismo e Liberdade, chamei-a de "doutrina fundamentalmente subversiva" em uma sociedade livre, e disse que em tal sociedade, "há uma e apenas uma responsabilidade social das empresas - usar seus recursos e se envolver em atividades destinadas a aumentar seus lucros, desde que permaneça dentro das regras do jogo, ou seja, participe de uma competição aberta e livre, sem engano ou fraude."* (tradução e grifo do autor). Vide: FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. In: **Corporate ethics and corporate governance**: Springer, 2007. p. 173-178.

¹⁰ LIPTON, Martin. **Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 24 dez. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>. Acesso em: 25 abr. 2021.

concentrando-se não apenas nos lucros, mas também no propósito mais amplo da organização e seu papel no ecossistema econômico e social, a fim de que possa se aproximar de seus *stakeholders* e construir uma proposta de valor sustentável e de longo prazo¹¹.

Nessa perspectiva, é possível verificar que recentemente diversas empresas passaram a adotar uma nova vertente de proposta de valor para seus investidores, valor este que a sociedade e o mercado no geral vêm sendo extremamente receptivos, sobretudo em tempos de crise econômica e social, momento em que esses princípios ganham ainda mais força.

De acordo com Martin Lipton¹², empresas que adotam princípios relacionados ao ESG e seus *stakeholders*, com engajamento da administração e acordo implícito de seus acionistas, estarão mais bem posicionadas para alcançar crescimento sustentável contínuo, em comparação com as suas concorrentes. Referido advogado ainda nos ensina:

O objetivo não é maximizar o preço das ações da empresa no curto prazo; em vez disso, como observamos em outro lugar, o objetivo da corporação é alcançar e conduzir um negócio lícito, ético, lucrativo e sustentável para criar valor a longo prazo. Isso não apenas permite, mas exige a consideração de todos os *stakeholders* que são críticos para o sucesso da empresa (acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, credores e comunidades). A tarefa de identificar os *stakeholders* e mediar entre eles cabe adequadamente aos conselhos de administração que agem com base em seu julgamento de negócios. Os acionistas são parceiros essenciais na busca da empresa por esta missão, e o envolvimento regular entre investidores e diretores é outro elemento necessário para uma governança eficaz voltada para os *stakeholders*. (tradução do autor)

Além disso, é possível verificar que empresas que prestam atenção às questões ambientais, sociais e de governança não sofrem um obstáculo na criação de valor, mas pelo contrário, identificou-se que essas empresas obtiveram bom desempenho, inclusive do ponto de vista financeiro. Quando se trata do fluxo de caixa das empresas, o ESG está diretamente relacionado de cinco maneiras: facilitando o crescimento da receita; reduzindo custos; minimizando intervenções legais e regulatórias, aumentando a produtividade dos funcionários/colaboradores; e otimizando investimentos e despesas de capital¹³.

A respeito de cada uma das maneiras supracitadas, podem ser mencionados diferentes exemplos para organizações que adotam esse modelo, como a obtenção de melhores acessos a recursos por meio de relações mais fortes com a comunidade e o governo, menor consumo de energia, alcance de maior liberdade estratégica por meio da desregulamentação, atração de talentos por meio de maior credibilidade social, e aumentando o retorno dos investimentos pela

¹¹ LIPTON, Martin; ROSENBLUM, Steven A.; CAIN, Karessa L.; TATUM, Kathleen I. **Some Thoughts for Boards of Directors in 2020**. 24 dez. 2019. Disponível em: <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.26708.19.pdf>. Acesso em: 24 dez. 2019.

¹² Vide: LIPTON, Martin; ROSENBLUM, Steven A.; SAVITT, William. **A Framework for Management and Board of Directors Consideration of ESG and Stakeholder Governance**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 05 jun. 2020.

¹³ HENISZ, 2019, opus citatum, p. 3-8.

melhor alocação do capital ao longo prazo, evitando investimentos que podem não compensar por questões ambientais.

Em pesquisa realizada por Stuart L. Gillan, Jay C. Hartzell, e outros¹⁴, foram demonstrados resultados de que um desempenho forte em relação ao ESG tende a aumentar a performance operacional, a eficiência e o valor das empresas. Além de verificar que essas empresas acabam gerando maiores retornos sobre os ativos e têm avaliações superiores aos seus pares.

Nessa mesma perspectiva é o entendimento de Ilze Zumente e Jūlija Bistrova¹⁵, em busca de verificar como o ESG pode criar valor de longo prazo aos acionistas, as referidas autoras verificaram que empresas com maior consciência de sustentabilidade garantem melhor desempenho financeiro, qualidade de gestão, bem como incerteza e risco reduzidos. Mas, sobretudo, identificaram que fatores não financeiros intangíveis possuem impacto ainda mais significativo sobre o valor de longo prazo gerado aos acionistas do que questões puramente financeiras, citando exemplos como boa reputação, confiança dos *stakeholders*, e a satisfação e engajamento dos funcionários.

No que se refere ao desempenho econômico das organizações, alguns estudos constataram a existência de uma relação significativamente positiva entre as práticas ESG e os indicadores financeiros de Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e o Retorno sobre os Ativos (ROA) das empresas¹⁶. Nesse sentido, destaca-se que bons resultados foram também confirmados em diferentes mercados, como na Alemanha¹⁷, Índia¹⁸, e Reino Unido¹⁹.

Por outro lado, em análise realizada sobre o desempenho de aproximadamente 10.723 fundos de investimento entre 2004 e 2018, não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas de desempenho entre fundos sustentáveis e fundos de investimento tradicionais,

¹⁴ GILLAN, Stuart L.; HARTZELL, Jay C.; KOCH, Andrew; STARKS, Laura T. Firms' Environmental, Social and Governance (ESG) Choices, Performance and Managerial Motivation. **Journal Of Business Ethics**. 43 p. 10 nov. 2010.

¹⁵ ZUMENTE, Ilze; BISTROVA, Jūlija. ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: literature vs. practice. **Journal Of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, [s. l], v. 7, n. 2, p. 127, 6 maio 2021. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2199-8531/7/2/127#cite>. Acesso em: 04 abr. 2021.

¹⁶ LUCIA, Caterina de; PAZIENZA, Pasquale; BARTLETT, Mark. Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. **Sustainability**, v. 12, n. 13, p. 53, 1 jul. 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/13/5317>. Acesso em: 04 abr. 2021.

¹⁷ VELTE, Patrick. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. **Journal Of Global Responsibility**, v. 8, n. 2, p. 169-178, 13 jun. 2017. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JGR-11-2016-0029/full/html>. Acesso em: 21 maio 2021.

¹⁸ DALAL, Karishma K.; THAKER, Nimit. ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies. **Iup Journal of Corporate Governance**, Hyderabad, v. 18, n. 1, p. 44-59, jan. 2019.

¹⁹ AHMAD, Nisar; MOBAREK, Asma; RONI, Naheed Nawazesh. Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: static and dynamic panel data analysis. **Cogent Business & Management**, v. 8, n. 1, 06 abr. 2021.

demonstrando que não existe um trade-off financeiro quando se opta por investimentos sustentáveis. O estudo ainda estimou que fundos sustentáveis podem oferecer menor risco de mercado, com desvio negativo 20% menor do que os fundos tradicionais²⁰.

Ademais, interessante destacar que empresas que investem em boas práticas relacionadas ao ESG se tornam mais sólidas e resilientes, de forma a estarem mais bem preparadas para lidar com mudanças abruptas nos padrões de produção e consumo do mercado. Em outras palavras, essas empresas conseguem obter resultados melhores que seus pares em épocas de crise econômica e social, onde conseguimos notar exemplos práticos nos últimos anos, como na crise econômica de 2008-2009²¹, e na pandemia do coronavírus (COVID-19)²².

Não é surpresa de se notar, visto que há maior diligência na gestão de riscos por parte dessas empresas, o que está extremamente relacionado com preservação de valor, menor volatilidade no longo prazo, mitigação de acidentes e conflitos com os diferentes *stakeholders* e menor exposição a risco, o que em última instância pode significar menor vulnerabilidade e fragilidade.

A relação entre risco e retorno é um princípio básico da economia. Toda decisão de negócios traz riscos para a corporação, mas devemos levar em consideração que hoje em dia os riscos podem estar nos lugares mais inesperados. Prejuízos econômicos gigantesco podem surgir de uma simples publicação em rede social, e empresas com melhores índices de governança e com melhor relacionamento com seus *stakeholders* são capazes de impedir e mitigar eventuais danos melhor do que outras²³.

Entretanto, esses posicionamentos que evidenciam apenas relações positivas entre os indicadores ESG e a performance das empresas não são unanimidade no cenário acadêmico. Muito se discutiu e ainda se discute sobre essa relação nas mais variadas formas de pesquisa, e

²⁰ MORGAN STANLEY. **Sustainable Reality**: analyzing risk and returns of sustainable funds. EUA: 1, 2019. 11 p. Disponível em: [https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-](https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and>Returns_of_Sustainable_Funds.pdf)

[risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and>Returns_of_Sustainable_Funds.pdf](https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and>Returns_of_Sustainable_Funds.pdf). Acesso em: 21 maio 2021.
²¹ LINS, Karl V.; SERVAES, Henri; TAMAYO, Ane. Social Capital, Trust, and Firm Performance: the value of corporate social responsibility during the financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 72, n. 4, p. 1785-1824, 9 maio 2017. Disponível em: http://eprints.lse.ac.uk/68059/13/Tamayo_Social%20capital1.pdf. Acesso em: 04 abr. 2021.

²² BROADSTOCK, David C.; CHAN, Kalok; CHENG, Louis T.W.; WANG, Xiaowei. The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from covid-19 in china. **Finance Research Letters**, v. 38, jan. 2021. Disponível em: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7425769/>. Acesso em: 04 abr. 2021.

²³ HOEPNER, Andreas G. F.; OIKONOMOU, Ioannis; SAUTNER, Zacharias; STARKS, Laura T.; ZHOU, Xiaoyan. ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. **European Corporate Governance Institute (Ecgi)**: Finance Research Paper Series, v. 671, 30 abr. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874252#. Acesso em: 02 mar. 2021.

alguns autores enfatizam que os indicadores podem não afetar positivamente na performance das organizações que os adotam.

Em análise realizada por Karri Lumivirta²⁴ com dados coletados entre 2004 e 2017 no mercado europeu, foi identificado que não há desempenho superior significativo para as empresas ao classificar as variáveis do ESG. Ainda, seus resultados demonstraram que um portfólio ESG é incapaz de gerar resultados de forma confiável para os investidores.

Ao analisar o impacto dos indicadores ESG no retorno das ações das empresas, Charlotte Breitz e Per Jonas Partapuoli²⁵ averiguaram que carteiras com pontuação ESG baixa apresentaram desempenho superior no mercado sobre carteiras com maior pontuação em geral. Mesmo condicionando a análise sobre a crise financeira de 2008-2009, foi verificado que uma carteira com pontuação ESG mais baixa ainda apresentou melhor performance em termos de retornos econômicos anormais, de forma que se torna mais benéfico para um investidor médio manter ações com classificações ESG mais baixas, uma vez que carteiras com classificações mais altas não superam o mercado.

Em contrapartida, outro entendimento é no sentido de que não há relação de desempenho entre empresas que possuem alta classificação social e corporativa e empresas de baixa classificação, isto é, que não foram descobertas diferenças significativas no desempenho das empresas de alta e baixa classificação social e corporativa²⁶.

Para Gerhard Halbritter e Gregor Dorfleitner²⁷, em pesquisa sobre certas empresas americanas para investigar a ligação entre o desempenho social e financeiro corporativo com base em classificações ESG, verificaram-se resultados que sugerem que os investidores não devem mais esperar retornos anormais ao negociar carteiras diferentes de empresas com classificação alta e baixa referentes aos aspectos ESG.

Esse é o mesmo entendimento de Bradford Cornell²⁸, que destaca que embora o investimento ESG possa ter benefícios sociais, altos retornos para os investidores não estão

²⁴ LUMIVIRTA, Karri. **The returns of Socially Responsible Investment**: a study of ESG investment performance. 2020. 70 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Finanças e Estatísticas, Hanken School Of Economics, Helsinki, 2020.

²⁵ BREITZ, Charlotte; PARTAPUOLI, Per Jonas. **How is ESG Affecting Stock Returns?:** a portfolio- and panel data analysis of us firms in the S&P 500. 2020. 76 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Lund University, Suécia, 2020.

²⁶ LEE, Darren D.; FAFF, Robert W.; REKKER, Saphira A.C.. Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently? **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 21, n. 2, p. 116-132, 3 maio 2013. Disponível em: <https://espace.library.uq.edu.au/view/UQ:295642>. Acesso em: 04 abr. 2021.

²⁷ HALBRITTER, Gerhard; DORFLEITNER, Gregor. The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. **Review of Financial Economics**, v. 26, p. 25-35, set. 2015.

²⁸ CORNELL, Bradford. ESG preferences, risk and return. **European Financial Management**, v. 27, n. 1, p. 12-19, 17 nov. 2020. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/eufm.12295>. Acesso em: 02 mar. 2021.

entre eles. O autor ainda constata que apesar de as preferências do investidor por empresas com alta classificação ESG possa reduzir o custo de capital, o outro lado da moeda são os retornos esperados mais baixos para os investidores do que outros investimentos, considerando o ESG como um fator de risco para análise de investimentos no geral.

Ademais, quando tratamos sobre fundos de investimentos pautados no ESG, já foi identificado que esses fundos parecem ter um desempenho financeiro inferior a outros fundos ofertados pelos mesmos gestores de ativos e cobram taxas de administração ainda mais altas. Outra problemática verificada é de que esses fundos acabam por possuir empresas em seu portfólio com piores históricos de conformidade com as leis trabalhistas e ambientais, em relação ao portfólio de empresas detidas por fundos não ESG administrados pelas mesmas instituições financeiras nos mesmos anos²⁹.

Em pesquisa realizada no Brasil para comparar o desempenho financeiro de empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa com empresas não participantes, os testes revelaram não haver diferenças significativas entre os dois grupos, mas somente identificou desempenho superior significativo no índice Margem EBITDA no setor econômico de Materiais Básicos e no índice Cobertura das Despesas Financeiras para o setor econômico Utilidade Pública³⁰.

Em suma, conforme verificado, a relação entre ESG e performance gera ainda muitos debates e possui posicionamentos distintos no cenário acadêmico. Importante destacar que embora as pesquisas utilizem diferentes índices e fatores econômicos para suas análises, o tema é de difícil verificação, pois envolve dados subjetivos e de difícil mensuração no mercado financeiro, de forma que a continuidade das pesquisas e a maior quantidade de análises possíveis ao longo dos anos é extremamente benéfica para o desenvolvimento dos entendimentos sobre o assunto.

Nesse ponto, em 2015 foi realizado um estudo de revisão acadêmica sobre os resultados de cerca de 2.200 pesquisas que tratam sobre a relação entre os critérios ambientais, sociais e de governança e o desempenho financeiro das empresas. O estudo chegou à conclusão de que aproximadamente 90% das pesquisas encontram uma relação não negativa entre ESG e performance financeira, e ainda que grande maioria desses estudos relatam resultados positivos

²⁹ RAGHUNANDAN, Aneesh; RAJGOPAL, Shivaram. Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? *SSRN Electronic Journal*, 58 p., 03 maio 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3826357. Acesso em: 02 mar. 2021.

³⁰ CASTRO, Lívia Arruda. Análise de diferenças de desempenho entre empresas participantes e não participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBovespa. *Revista Ciências Administrativas*, Fortaleza, v. 23, n. 1, p. 128-155, abr. 2017. Disponível em: <https://periodicos.unifor.br/rca/article/view/4334/pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021. Nesse mesmo sentido: <https://doi.org/10.1590/S0103-65132013005000054>.

a respeito dessa relação, destacando que o impacto positivo parece ser estável ao longo do tempo³¹.

Em adição ao estudo acima, uma pesquisa mais recente realizou uma extensa análise agregando evidências de mais de 1.000 estudos sobre o assunto, publicados entre os anos de 2015 e 2020, e revelou um consenso crescente de que uma eficiente gestão corporativa de questões ESG normalmente resulta em melhores métricas operacionais, como ROE, ROA ou preço das ações das empresas. Ainda, evidenciou o fato de que poucas pesquisas encontraram correlações negativas definitivas entre ESG e desempenho financeiro³².

Acentua-se o fato de que, quando se trata da construção de carteiras que gerem lucro aos seus investidores, o estudo identificou que algumas estratégias ESG parecem gerar taxas de mercado ou retornos maiores quando comparadas às estratégias de investimento convencionais, especialmente para investidores de longo prazo, além de fornecer maior proteção contra perdas durante crises econômicas ou sociais.

Diante da análise de estudos que extraem uma gama de dados fornecidos por estudos de revisão acadêmica anteriores é possível obter uma visão mais concreta sobre o assunto e identificar que de fato há uma relação positiva entre os critérios ambientais, sociais e de governança e a performance empresarial. Ainda que não momentâneo, o resultado será benéfico para qualquer tipo de organização empresarial, independentemente de seu ramo de atividade, mesmo porque a geração de valor não deve ser apenas analisada sob a ótica de aumento de lucratividade, mas também por diversos fatores que promovem valor para empresa e seus diversos *stakeholders*.

Políticas que geram melhor relacionamento da companhia com seus colaboradores, fornecedores e consumidores podem não ser facilmente mensuráveis em primeira instância, mas podem garantir a retenção de talentos e criação de novas possibilidades de negócio que talvez não existiriam se a empresa não adotasse esses conceitos. Da mesma forma, um passivo ambiental ou uma crise de corrupção que geram danos imensuráveis para as companhias podem não ocorrer caso existam princípios de proteção e preocupação com pautas de preservação do meio ambiente, além de um efetivo código de ética e rigorosa governança anticorrupção da alta administração da empresa.

³¹ FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233, 2 out. 2015.

³² WHELAN, Tensie; ATZ, Ulrich; VAN HOLT, Tracy; CLARK, Casey. **ESG and Financial Performance: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 - 2020**. New York University, 2021. Center of Sustainable Business.

Os exemplos são dos mais variáveis e percorrem todos os setores das empresas, mas é importante destacar que, a nova e correta concepção de grande parte do mercado, é de que o principal objetivo das empresas é de gerar valor e perdurar ao longo dos anos dentro do seu modelo de negócio, e não de obter resultados imediatos que sejam considerados satisfatórios pela elevação de dividendos e juros sobre capital próprio.

A finalidade de perdurar ao longo do tempo possui total congruência com a observância dos critérios ESG nas atividades das empresas. A aplicação eficaz de políticas ESG pode ser determinante entre uma empresa que gera alta rentabilidade para seus acionistas durante 5 anos e é dissolvida por um caso fortuito e incalculado, ou uma empresa que gera uma rentabilidade menor aos seus acionistas, mas com segurança e competência para perdurar por mais de 100 anos com boas práticas.

De qualquer forma, talvez o ideal não seja discutir sobre a relação entre os critérios ambientais, sociais e de governança e o aumento de desempenho empresarial, mas sim fazer com que o mercado compreenda o ESG não apenas como uma estratégia de maximização de riqueza, mas como conceitos que promovem maior valor para o meio ambiente e a sociedade no geral, o que deveria ser pensamento básico de qualquer organização.

4. Aplicabilidade do ESG no ordenamento brasileiro

Conforme já destacado anteriormente neste trabalho, no Brasil as discussões sobre a aplicação do ESG ainda são incipientes se comparadas com o mercado europeu e norte americano, mas o tema vem ganhando cada vez mais espaço no cenário acadêmico e empresarial brasileiro, especialmente pela dimensão e importância que o assunto vem assumindo ao redor do mundo.

Quando analisamos o ordenamento jurídico brasileiro verificamos inicialmente que existem legislações de temas esparsos que envolvem alguns dos princípios do ESG, além de acordos internacionais aderidos pelo Brasil³³. Todavia, não existe no país uma legislação específica que trate, sob uma perspectiva geral, sobre implementação de políticas ambientais, sociais e de governança no cenário econômico, pelo menos não até o momento.

Nesse ponto, destaca-se o fato de que, embora não exista legislação específica sobre o ESG no Brasil, tão pouco isso se faz necessário, visto que a legislação societária brasileira já traz referências ao assunto e capacita as companhias, abertas ou fechadas, a lidar com o ESG dentro dos seus planos de negócio³⁴.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6404/1976), apesar de ter sido promulgada em 1976, determina em seu texto legal a necessidade do cumprimento da função social das empresas para com seus *stakeholders*, tanto no plano dos deveres dos acionistas controladores, quanto ao abordar o dever de diligência dos administradores das organizações. Em seu artigo 116, parágrafo único, a referida Lei estabelece que:

o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Além disso, a legislação mencionada ainda dispõe que aos administradores é atribuído o dever de ser diligente ao desempenhar os interesses da companhia, sempre considerando o bem público e a função social da empresa, conforme descrito no caput de seu artigo 154: “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins

³³ A legislação brasileira vem se desenvolvendo na agenda de sustentabilidade. Podemos citar como exemplos: a Lei n. 12.187/2009, que estabelece a Política Nacional sobre a Mudança Climática; a Lei 13.576/2017, que trata da Política Nacional de Biocombustíveis (“RenovaBio”); a Resolução n. 4.327/14 do CMN, que delibera sobre as diretrizes que devem ser observadas na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BC; entre outras. Nesse sentido, vide: ANBIMA, 2020, loco citato.

³⁴ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. **Na Lei das SA, Bulhões e Lamy anteviram o ESG**. 2020. Brazil Journal. Disponível em: <https://braziljournal.com/na-lei-das-sa-bulhoes-e-lamy-anteviram-o-esg>. Acesso em: 02 mar. 2021.

e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

Uma análise conjunta de ambos os artigos demonstra que, por um lado, os controladores possuem deveres que vão além do exercício do objeto social das companhias, devendo considerar as partes relacionadas à atividade empresarial e as externalidades do negócio. E, por outro lado, os administradores devem satisfazer exigências que ultrapassam os interesses das companhias.

Isto é, os tomadores de decisão possuem uma responsabilidade no exercício da atividade empresarial que vai além do lucro propriamente dito, e ainda, possuem na legislação societária o respaldo legal que os permite atuar de forma a alcançar esses objetivos.

De acordo com Ana Frazão³⁵, a função social da empresa - descrita na legislação comercial - nada mais é do que princípio que orienta duas vertentes: a atividade da empresa no campo da realização da justiça social; e na ampliação e modificação do interesse social das sociedades empresárias e seus objetivos no exercício da atividade empresarial. Assim, o patrimônio da empresa não pode estar comprometido apenas com os interesses de seus controladores, mas deve atender igualmente os interesses da coletividade, possuindo compromissos e obrigações para com consumidores, empregados, e a comunidade como um todo.

Nesse sentido, o próprio contexto da função social das empresas demonstra sua ligação com a proteção de terceiros envolvidos pela empresa, que acaba cada vez mais influenciando e modificando a comunidade em que atua, de forma que também estes interesses externos devem ser protegidos pelo ordenamento jurídico³⁶.

Contudo, se por um lado já existe no Brasil uma base legal bem-organizada na Lei das Sociedades Anônimas com meios e proteção legal que permite aos controladores, administradores, e aos *stakeholders* cobrar das companhias a aplicação e aprofundamento do ESG, por outro lado, ainda não há um mecanismo eficiente para solicitar das empresas de capital aberto a divulgação de informações que evidenciem sua atuação em todos os campos do ESG.

Ocorre que, pela subjetividade do tema e a quantidade de fatores relacionados – existem as mais diversas práticas empresariais relacionadas à critérios ambientais, sociais e de

³⁵ COELHO, Fábio Ulhôa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021. 1525 p.

³⁶ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. 481 p.

governança -, além da complexidade de análise de dados não financeiros, é difícil desenvolver métricas que analisem efetivamente a atuação das empresas nesse sentido, bem como uma forma eficaz de solicitar essas informações para verificação dos investidores e da comunidade.

Diante da evolução do ESG nos últimos anos e a demanda crescente por dados, foram desenvolvidas diferentes formas de avaliação dos critérios ESG das companhias para criação de uma forma de classificação para os investidores. A criação dessas ferramentas foi principalmente desenvolvida por agências de classificação de riscos do mercado financeiro, entre as principais agências atualmente estão a Morgan Stanley Capital International (MSCI), Sustainalytics, RepRisk AG, e a Institutional Shareholder Services (ISS)³⁷.

No entanto, pelo fato de não existir uma métrica universal para realização da análise das companhias, as agências acabam por criar seus próprios métodos de avaliação, ferramentas de dados e procedimentos de apuração das informações das empresas, o que acaba por criar divergências substanciais entre as classificações atribuídas às empresas pelas agências de classificação, tornando ainda mais difícil a compreensão dos dados pelos investidores interessados³⁸.

Nesse ponto, o próprio ESG por si só não é um conceito fixo, mas a combinação de três famílias diferentes de substância não financeira, de forma que interpretações diferentes sobre essas informações são comuns. Nota-se que existem diversas maneiras de construir uma pontuação ou classificação ambiental, social e de governança de uma empresa, envolvendo diferentes combinações de dados financeiros e não financeiros, com influências significativas do ramo de atuação da empresa, seu porte, e histórico³⁹.

O resultado é de um ambiente complexo de fontes de dados e classificações relacionadas ao ESG que necessitam de maior contextualização para serem corretamente interpretadas por investidores, o que aparenta continuar enquanto não existir uma definição universalmente aceita sobre os indicadores ESG. Por essa razão e considerando a notoriedade que o assunto vem sendo tratado na ordem econômica, além de é claro o aumento das práticas de *greenwashing*⁴⁰

³⁷ TKINS, Betsy. **ESG History & Status**. Miami: Baja Corp., 2020. 27 p. Disponível em: <https://insights.diligent.com/wp-content/uploads/2020/06/ESG-History-Status.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021.

³⁸ CHRISTENSEN, Dane M.; SERAFEIM, George; SIKOCHI. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. **The Accounting Review**, 64 P., 26 fev. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3793804. Acesso em: 04 maio 2021.

³⁹ GIESE, Guido; NAGY, Zoltán; LEE, Linda-Eling. Deconstructing ESG Ratings Performance: risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting. **The Journal of Portfolio Management**, v. 47, n. 3, p. 94-111, 19 dez. 2020. Disponível em: <https://jpm.pm-research.com/content/47/3/94>. Acesso em: 02 mar. 2021.

⁴⁰ Basicamente, o termo “*greenwashing*” trata-se de uma estratégia de marketing adotada por empresas, ou outras organizações, onde são apresentados argumentos sustentáveis para forjar uma imagem ecologicamente responsável ao público. Vide: PARGUEL, B.; BENOÎT-MOREAU, F.; LARCENEUX, F. How sustainability

pelas empresas, órgãos reguladores do mercado de capitais ao redor do mundo passaram a inserir o ESG em suas agendas regulatórias e realizar certas exigências em formulários de referência⁴¹.

Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) estuda cada vez mais o assunto e já exige que empresas de capital aberto divulguem informações que podem ser relevantes para os investidores relacionadas à riscos do ESG, embora que não de forma obrigatória. De toda forma, a SEC já se manifestou no sentido de que busca nos próximos anos liderar o desenvolvimento de um sistema de divulgação ESG eficaz para que as empresas forneçam de forma econômica as informações aos investidores⁴².

No Brasil, em busca de seguir a tendência mundial, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já demonstrou que está pesquisando sobre o ESG e analisando a sua aplicabilidade para as empresas de capital aberto do mercado brasileiro. No final de 2020 a CVM lançou o Edital de Audiência Pública SDM n. 09/20⁴³, com prazo de manifestação que se encerrou em março desse ano e encontra-se em fase de análise das sugestões e comentários pelo órgão regulador.

Sucintamente, referido Edital de Audiência Pública tem por objeto alterar a Instrução CVM n. 480, que trata do registro de emissores de valores mobiliários e do formulário de referência - que deve se apresentado periodicamente por companhia abertas -, para reduzir os custos de observância da instrução e aprimorar seu regime informacional incluindo informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa das empresas.

Nesse sentido, a CVM demonstrou estar em consonância com as alterações dos órgãos reguladores ao redor do mundo e a par da crescente demanda de investidores que buscam informações relacionadas ao ESG das empresas de capital aberto, de forma a alinhar a

ratings might deter ‘greenwashing’: A closer look at ethical corporate communication. **Journal of business ethics**, 102, n. 1, p. 15-28, 2011.

⁴¹ Importante destacar que já existem esforços internacionais que objetivam a padronização das informações a serem divulgadas pelas empresas sobre seus impactos nos setores econômicos, ambientais, sociais, e temas relacionados à sustentabilidade, como é o caso da GRI (Global Reporting Initiative) e a SASB (Sustainability Accounting Standards Board). Para mais informações vide: GLOBAL REPORTING INITIATIVE (org.). **GRI Standards**. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. Acesso em: 15 jun. 2021; SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **SASB Standards connect business and investors on the financial impacts of sustainability**. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

⁴² MAHONEY, Paul G.; MAHONEY, Julia D.. The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG. **Columbia Business Law Review, Forthcoming**, Virginia, 30 p., 22 mar. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3809914. Acesso em: 06 maio 2021. (Virginia Law and Economics Research Paper No. 2021-09).

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM n. 09/20**. Brasília. 07 dez. 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html. Acesso em: 12 fev. 2021.

regulamentação brasileira com os avanços que o tema vem apresentando nos demais mercados econômicos.

O formulário de referência que visa ser complementado já demandava informações relacionadas as certas questões de governança corporativa, mas de forma bem mais limitada do que a ora planejada no que se refere a informações sobre questões ambientais e sociais. Assim, o projeto visa a manutenção da estrutura do formulário existente, mas com a aprimoramento dos campos sobre os critérios ESG.

Dentre suas reformas propostas, o Edital de Audiência Pública SDM n. 09/20 traz a inclusão, à título de exemplo, da exigência de posicionamento sobre a adoção de matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho para questões ambientais e sociais; desmembramento de fatores de risco socioambientais; posicionamento sobre os objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU; adoção do “pratique-ou-explique” sobre relatórios de sustentabilidade; informações sobre a diversidade dos órgãos de administração; esclarecimento se a remuneração dos administradores é afetada por indicadores ambientais e sociais; e informações sobre a diversidade da força de trabalho e diferenças dos patamares de remuneração dos funcionários⁴⁴.

Após a publicação da proposta pela CVM, diversas sugestões surgiram para modificação dos elementos de alteração do formulário de referência sugeridas pela CVM. Assim como em outros países, entre as recomendações que não concordam com a inclusão da pauta ESG no formulário, os principais pontos debatidos em geral referem-se a dois pontos: os custos que essas exigências de informação trariam para as empresas; e que as informações devem ser fornecidas de forma voluntária pelas empresas e não exigidas pelos órgãos reguladores.

A respeito do primeiro ponto, de fato, para uma empresa que ainda não esteja preparada com a pauta, a inclusão de uma política que inclui o ESG em todas as cadeias internas de produção do ramo de negócio da empresa exigirá uma atenção e investimento de parte do capital para se desenvolver, além do investimento em *compliance* para confirmar que todas as normas estão sendo seguidas por cada um dos setores, bem como os custos para análise e divulgação dessas informações à CVM.

Entretanto, deve ser levado em consideração que a ausência de um sistema de divulgação regulado sobre os indicadores ESG também traz custos para as empresas. No que se refere aos investidores, geralmente faltam informações ESG consistentes e confiáveis para

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), 2020, loco citato.

tomadas de decisões de investimentos e votos, o que geralmente leva as empresas a enfrentarem custos mais altos para responder a demanda dos investidores e criar relatórios de sustentabilidade, pelo fato de não existir um sistema consensual de divulgação ESG⁴⁵.

Com relação a divulgação de informações de forma voluntária pelas empresas ou obrigatória pela CVM, nota-se que a maioria das empresas de capital aberto já publica informações de forma voluntária com o principal objetivo de utilizá-las como marketing positivo aos seus negócios e reputação, ocorre que, por não ser regulamentada, as empresas divulgam informações com os parâmetros que entendem e mecanismos nem sempre informados, de forma que para a sociedade fica difícil confirmar a veracidade desses dados.

Ademais, a ampliação da necessidade de preparação de relatórios relacionados a sustentabilidade já faz com que as empresas estejam organizando informações relacionadas ao ESG, além de que em alguns momentos elas são obrigadas a fazer divulgações conforme necessário para evitar que outras divulgações sejam materialmente enganosas.

Em estudo recente sobre a os efeitos da divulgação obrigatória de informações ESG ao redor do mundo, foi comprovado que a divulgação de forma obrigatória exigida por órgãos reguladores tem efeitos informativos reais e benéficos para todo o mercado. Nesse ponto, a obrigatoriedade dos relatórios é favorável para a maior eficiência do ambiente de informações das empresas, visto que as previsões de lucros dos analistas tornam-se mais precisas e menos dispersas⁴⁶.

Além disso, a divulgação obrigatória aumenta a disponibilidade e qualidade dos relatórios ESG, em especial para as empresas que possuem classificações mais baixas de desempenho relacionadas ao ESG, além de ter sido verificado que os incidentes negativos relacionados aos critérios ambientais, sociais e de governança tornam-se menos prováveis e o risco de queda das ações das empresas diminui após a obrigatoriedade de divulgação das informações.

Assim, a exigência da divulgação de informações relacionadas ao ESG nos formulários de referência pelos órgãos reguladores demonstra ser extremamente benéfica para todo o mercado, isto é, tanto para as empresas que fornecerão as informações de forma padronizada e

⁴⁵ COATES, John. **ESG Disclosure – Keeping Pace with Developments Affecting Investors, Public Companies and the Capital Markets**. In: 33rd Annual Tulane Corporate Law Institute, 2021, New Orleans. Statement. Disponível em: https://www.sec.gov/news/public-statement/coates-esg-disclosure-keeping-pace-031121#_ftn1. Acesso em: 05 maio 2021.

⁴⁶ KRUEGER, Philipp; SAUTNER, Zacharias; TANG, Dragon Yongjun; ZHONG, Rui. The Effects of Mandatory ESG Disclosure around the World. **European Corporate Governance Institute**, n. 754, 63 p., 11 maio 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832745. Acesso em: 06 jun. 2021.

consistente, quanto para os investidores e a sociedade em geral que poderão confirmar a veracidade e coerência das informações divulgadas.

Nesse sentido, os órgãos reguladores possuem papel fundamental no desenvolvimento de políticas e padrões das informações relacionadas aos indicadores ESG, promovendo a divulgação e transparência das informações, além de possibilitar a integração de princípios de sustentabilidade em investimentos e decisões de negócios.

Finalmente, importante destacar que um sistema de divulgação global coordenado e pautado em uma métrica eficiente traria benefícios potenciais as classificações ESG pelo mundo, mas esse tema ainda enfrenta diversas dificuldades de integração das informações e de um desenho institucional habilitado. Independentemente, até que isso ocorra, é importante que a regulação brasileira passe a exigir esses tipos de informações.

Nos próximos anos o assunto será ainda muito discutido ao redor do mundo, em especial na agenda dos órgãos reguladores. Embora o Brasil ainda não solicite de forma abrangente e eficiente as informações ESG às empresas de capital aberto, o primeiro passo já foi dado pela CVM com o Edital de Audiência Pública SDM n. 09/20, e o futuro parece ser positivo aos defensores de políticas sustentáveis no meio empresarial.

5. Conclusão

Os indicadores ESG alteraram o cenário empresarial e de investimentos e se transformaram em um dos principais mecanismos de análise de valor de mercado nos dias de hoje. Nesse sentido, as empresas vêm aderindo um modelo mais sustentável, buscando incluir fatores ambientais, sociais e de governança em seus ramos de negócio, em contraposição a finalidade exclusiva de obter lucro aos seus acionistas, pelo fato de perceberem que uma forte proposta ESG pode garantir o sucesso de longo prazo das empresas.

De acordo com as pesquisas acadêmicas mais recentes, o comprometimento com o desenvolvimento sustentável confirma ser benéfico para a performance empresarial das companhias, inclusive em relação aos seus resultados financeiros ao longo prazo. Além de ser positiva para os grupos envolvidos com a relação empresarial, como clientes, fornecedores, funcionários, colaboradores, entre tantos outros *stakeholders* internos e externos, além da sociedade no geral.

Nesse sentido, verificam-se três formas de integração dos indicadores ESG nos modelos de negócio das empresas: pelos próprios interesses das companhias, pela demanda contínua dos investidores, ou impulsionadas por órgãos reguladores. A última forma, embora extremamente questionada, demonstra ser favorável para todo o mercado, visto que as empresas divulgariam informações de forma consistente e padronizada, e os investidores e a sociedade confirmariam a veracidade e coerência das informações divulgadas.

Por fim, o ordenamento brasileiro já possui uma base legal apta e organizada que garante as empresas a proteção e meios para aplicação e aprofundamento do ESG em seus ramos de atuação. E a CVM, buscando acompanhar a tendência mundial, já se empenha na criação de mecanismos mais eficientes para solicitar às empresas de capital aberto a divulgação de informações relacionadas ao ESG, evidenciando que a sustentabilidade será o caminho a ser seguido nos próximos anos no cenário empresarial brasileiro.

6. Referências

AHMAD, Nisar; MOBAREK, Asma; RONI, Naheed Nawazesh. Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: static and dynamic panel data analysis. **Cogent Business & Management**, v. 8, n. 1, 06 abr. 2021.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Guia ASG: incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento**. São Paulo e Rio de Janeiro, 2020. p. 7.

BOERNER, Hank. Your Company's ESG-Environmental, Social, and Governance factors are mattering more now to Institutional Investors. **Corporate Finance Review**, Nova Iorque, v. 12, ed. 2, p. 40-43, set./out. 2007.

BREITZ, Charlotte; PARTAPUOLI, Per Jonas. **How is ESG Affecting Stock Returns?: a portfolio- and panel data analysis of us firms in the S&P 500**. 2020. 76 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Lund University, Suécia, 2020.

BROADSTOCK, David C.; CHAN, Kalok; CHENG, Louis T.W.; WANG, Xiaowei. The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from covid-19 in china. **Finance Research Letters**, v. 38, jan. 2021. Disponível em: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7425769/>. Acesso em: 04 abr. 2021.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. **Na Lei das SA, Bulhões e Lamy anteviram o ESG**. 2020. Brazil Journal. Disponível em: <https://braziljournal.com/na-lei-das-sa-bulhoes-e-lamy-anteviram-o-esg>. Acesso em: 02 mar. 2021.

CASTRO, Livia Arruda. Análise de diferenças de desempenho entre empresas participantes e não participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. **Revista Ciências Administrativas**, Fortaleza, v. 23, n. 1, p. 128-155, abr. 2017. Disponível em: <https://periodicos.unifor.br/rca/article/view/4334/pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021.

CHRISTENSEN, Dane M.; SERAFEIM, George; SIKOCHI. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. **The Accounting Review**, 64 P., 26 fev. 2021.

Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3793804. Acesso em: 04 maio 2021.

COATES, John. **ESG Disclosure – Keeping Pace with Developments Affecting Investors, Public Companies and the Capital Markets**. In: 33rd Annual Tulane Corporate Law Institute, 2021, New Orleans. Statement. Disponível em: https://www.sec.gov/news/public-statement/coates-esg-disclosure-keeping-pace-031121#_ftn1. Acesso em: 05 maio 2021.

COELHO, Fábio Ulhôa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei da Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021. 1525 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM n. 09/20**. Brasília. 07 dez. 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html. Acesso em: 12 fev. 2021.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. 481 p.

CORNELL, Bradford. ESG preferences, risk and return. **European Financial Management**, v. 27, n. 1, p. 12-19, 17 nov. 2020. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/eufm.12295>. Acesso em: 02 mar. 2021.

DALAL, Karishma K.; THAKER, Nimit. ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies. **Iup Journal of Corporate Governance**, Hyderabad, v. 18, n. 1, p. 44-59, jan. 2019.

ECCLES, Robert G.; LEE, Linda-Eling; STROEHLE, Judith C. The Social Origins of ESG: an analysis of innovest and KLD. **Organization & Environment**, v. 33, n. 4, p. 575-596, 21 nov. 2019. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/1086026619888994>. Acesso em: 25 mar. 2021.

ESTY, D. C.; CORT, T. **Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting**. Springer Nature, 2020.

FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233, 2 out. 2015.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. In: **Corporate ethics and corporate governance**: Springer, 2007. p. 173-178.

GIESE, Guido; NAGY, Zoltán; LEE, Linda-Eling. Deconstructing ESG Ratings Performance: risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting. **The Journal of Portfolio Management**, v. 47, n. 3, p. 94-111, 19 dez. 2020. Disponível em: <https://jpm.pm-research.com/content/47/3/94>. Acesso em: 02 mar. 2021.

GILLAN, Stuart L.; HARTZELL, Jay C.; KOCH, Andrew; STARKS, Laura T. Firms' Environmental, Social and Governance (ESG) Choices, Performance and Managerial Motivation. **Journal Of Business Ethics**. 43 p. 10 nov. 2010.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE (org.). **GRI Standards**. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. Acesso em: 15 jun. 2021;

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. **2018 Global Sustainable Investment Review**. 4. ed. Global Sustainable Investment Alliance, 2018. p. 9. Disponível em: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf. Acesso em: 09 abr. 2021.

HALBRITTER, Gerhard; DORFLEITNER, Gregor. The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. **Review of Financial Economics**, v. 26, p. 25-35, set. 2015.

HENISZ, Witold; KOLLER, Tim; NUTTALL, Robin. **Five ways that ESG creates value**: getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here`s why. McKinsey & Company, 2019. p. 2.

HOEPNER, Andreas G. F.; OIKONOMOU, Ioannis; SAUTNER, Zacharias; STARKS, Laura T.; ZHOU, Xiaoyan. ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. **European Corporate Governance Institute (Ecgi): Finance Research Paper Series**, v. 671, 30 abr. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874252#. Acesso em: 02 mar. 2021.

KRUEGER, Philipp; SAUTNER, Zacharias; TANG, Dragon Yongjun; ZHONG, Rui. The Effects of Mandatory ESG Disclosure around the World. **European Corporate Governance Institute**, n. 754, 63 p., 11 maio 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832745. Acesso em: 06 jun. 2021.

LEE, Darren D.; FAFF, Robert W.; REKKER, Saphira A.C.. Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently? **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 21, n. 2, p. 116-132, 3 maio 2013. Disponível em: <https://espace.library.uq.edu.au/view/UQ:295642>. Acesso em: 04 abr. 2021.

LIPTON, Martin. **Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 24 dez. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>. Acesso em: 25 abr. 2021.

LIPTON, Martin; ROSENBLUM, Steven A.; CAIN, Karessa L.; TATUM, Kathleen I. **Some Thoughts for Boards of Directors in 2020**. 24 dez. 2019. Disponível em: <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.26708.19.pdf>. Acesso em: 24 dez. 2019.

LIPTON, Martin; ROSENBLUM, Steven A.; SAVITT, William. **A Framework for Management and Board of Directors Consideration of ESG and Stakeholder Governance**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 05 jun. 2020.

LINS, Karl V.; SERVAES, Henri; TAMAYO, Ane. Social Capital, Trust, and Firm Performance: the value of corporate social responsibility during the financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 72, n. 4, p. 1785-1824, 9 maio 2017. Disponível em: http://eprints.lse.ac.uk/68059/13/Tamayo_Social%20capital1.pdf. Acesso em: 04 abr. 2021.

LUCIA, Caterina de; PAZIENZA, Pasquale; BARTLETT, Mark. Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. **Sustainability**, v. 12, n. 13, p. 53, 1 jul. 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/13/5317>. Acesso em: 04 abr. 2021.

LUMIVIRTA, Karri. **The returns of Socially Responsible Investment**: a study of ESG investment performance. 2020. 70 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Finanças e Estatísticas, Hanken School Of Economics, Helsinki, 2020.

MAHONEY, Paul G.; MAHONEY, Julia D.. The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG. **Columbia Business Law Review**, **Forthcoming**, Virginia, 30 p., 22 mar. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3809914. Acesso em: 06 maio 2021. (Virginia Law and Economics Research Paper No. 2021-09).

MORGAN STANLEY. **Sustainable Reality**: analyzing risk and returns of sustainable funds. EUA: 1, 2019. 11 p. Disponível em: https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and>Returns_of_Sustainable_Funds.pdf. Acesso em: 21 maio 2021.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Who Cares Wins**: connecting financial markets to a changing world. Genebra (Suíça): The Global Compact, 2004. 58 p. Disponível em: https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf. Acesso em: 25 mar. 2021.

PARGUEL, B.; BENOÎT-MOREAU, F.; LARCENEUX, F. How sustainability ratings might deter ‘greenwashing’: A closer look at ethical corporate communication. **Journal of business ethics**, 102, n. 1, p. 15-28, 2011.

RAGHUNANDAN, Aneesh; RAJGOPAL, Shivaram. Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? **SSRN Electronic Journal**, 58 p., 03 maio 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3826357. Acesso em: 02 mar. 2021.

SCHAWBEL, D. John Mackey: **Why companies should embrace conscious capitalism**. Forbes. January 15, 2013.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **SASB Standards connect business and investors on the financial impacts of sustainability**. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

TKINS, Betsy. **ESG History & Status**. Miami: Baja Corp., 2020. 27 p. Disponível em: <https://insights.diligent.com/wp-content/uploads/2020/06/ESG-History-Status.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021.

VELTE, Patrick. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. **Journal Of Global Responsibility**, v. 8, n. 2, p. 169-178, 13 jun. 2017. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JGR-11-2016-0029/full/html>. Acesso em: 21 maio 2021.

WHELAN, Tensie; ATZ, Ulrich; VAN HOLT, Tracy; CLARK, Casey. **ESG and Financial Performance: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 - 2020**. New York University, 2021. Center of Sustainable Business.

ZUMENTE, Ilze; BISTROVA, Jūlija. ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: literature vs. practice. **Journal Of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, [s. l], v. 7, n. 2, p. 127, 6 maio 2021. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2199-8531/7/2/127#cite>. Acesso em: 04 abr. 2021.

7. Legislação

BRASIL. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 14 fev. 2021.