



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

Análise das metodologias nos fundos ESG brasileiros

Thales Ulisses Valente Soares

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, dezembro de 2021.



Thales Ulisses Valente Soares

Análise das metodologias nos fundos ESG brasileiros

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador(a): Renata Peregrino de Brito

Rio de Janeiro,
Dezembro de 2021.

Resumo

Soares, Thales. Análise das metodologias nos fundos ESG brasileiros. Rio de Janeiro, 2021. Número de páginas: 32. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo do presente artigo é analisar de forma descritiva com abordagem qualitativa os fundos de ações classificados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) como pertencentes ao tipo Governança/Sustentabilidade, identificando quais metodologias são utilizadas pelos mesmos para selecionar quais ações irão compor o fundo.

Além de classificar qual dos sete grandes tipos de metodologia ESG foi adotada por cada fundo, também foi analisado se os fundos em questão são apenas uma reprodução do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), se eles são voltados apenas para aspectos de governança corporativa ou se as gestoras realizam auditorias de forma ativa nas empresas que os compõem.

Palavras- chave

ESG; Equity funds; Sustainable companies; ISE

Abstract

Soares, Thales. Analysis of the ESG methods in Brazilian equity funds. Rio de Janeiro, 2021. Número de páginas: 32. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The purpose of this article is descriptive analysis with a qualitative approach of stock funds classified by the Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) as belonging to the GovernanceSustainability type, identifying which methodologies are used by the asset managers to select which stocks will compose these equity funds.

In addition to classifying which of the seven major types of ESG methodology was adopted by each fund, it was also analyzed whether the funds in question are just a mirror of the Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), whether they are geared only to corporate governance aspects or whether the managers actively perform audits in the companies that comprise them.

Key-words

ESG; Equity funds; Sustainable companies; ISE

Sumário

1 O tema e o problema de estudo.....	1
1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo.....	1
1.2. Objetivo do estudo.....	2
1.3. Objetivos intermediários do estudo.....	2
1.4. Delimitação do estudo.....	2
1.5. Justificativa e relevância do estudo.....	2
2 Revisão de literatura.....	3
2.1. Antecedentes ao investimento responsável: o conceito de função social das corporações.....	3
2.2. Histórico do conceito SRI.....	4
2.2.1. Metodologias ESG.....	5
2.3. Principais instituições ESG internacionais.....	8
2.3.1. Eurosif.....	8
2.3.2. US Sif.....	9
2.4. Iniciativas de ESG no Brasil.....	10
2.4.1. Índice de Sustentabilidade Empresarial.....	10
2.4.2. Classificação de fundos de ações Sustentabilidade/Governança...12	
3 Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo..13	
3.1. Fontes de informação selecionadas para coleta de dados no estudo13	
3.2. Procedimentos e instrumentos de coleta de dados utilizados no estudo.....13	
3.3. Formas de tratamento e análise dos dados coletados para o estudo14	
3.4. Limitações do Método.....15	
4 Apresentação e análise dos resultados.....16	
4.1. Fundos <i>best-in-class</i>16	
4.2. Fundos <i>norms-based</i>17	
4.3. Fundos <i>ESG Integration</i> Análise dos resultados.....18	
4.4. Fundos de metodologia desconhecida.....19	
5 Conclusões e recomendações para novos estudos.....20	
6 Referências.....25	
Anexo 1: Registro dos fundos avaliados.....27	

Lista de Tabelas

Figura 1: Mercado atual de investimento ESG na Europa	8
Figura 2: Mercado atual de investimento ESG nos Estados Unidos	9
Figura 3: Histórico de crescimento e Representatividade do ISE	12
Figura 4: Proporção das metodologias adotadas no Brasil	20
Figura 5: Comparação com o cenário exterior e o brasileiro.....	21
Figura 6: Fundos-espelho do ISE e fundos voltados para governança....	22
Figura 7: Fundos com metodologia ativa versus passiva.....	23

Lista de Tabelas

Tabela 1: Histórico de crescimento e Representatividade do ISE.....	10
Tabela 2: Fundos ESG reconhecidos pela ANBIMA em janeiro de 2021 .	15
Tabela 3: Benefícios das taxonomias verdes segundo o Banco Mundial .	24

1 O tema e o problema de estudo

1.1.Introdução ao tema e ao problema do estudo

Townsend (2020) define *Socially Responsible Investment (SRI)* como o investimento em ativos financeiros que representam organizações sustentáveis, responsáveis e/ou negócios de impacto. Evitar produtos ou indústrias danosas em cunho socioambiental, que ferem um conjunto de normas éticas, ainda que utilizar estes critérios impeça uma rentabilidade maior.

Em termos de metodologia pode-se estabelecer que a primeira metodologia para de análise de investimentos e formação de portfólio SRI foi o *negative screening*, a partir do ativismo pacifista (KINDER, 2005). O critério *best-in-class* também surgiu na década de 70 com os fundos de investimento que analisavam critérios de governança corporativa e impacto socioambiental, porém, Townsend (2020) e Kinder (2005) reconhecem que o SRI somente passou a ser associado à critérios de sustentabilidade anos mais tarde, por conta dos desastres ambientais de Chernobyl em 1986 e o derramamento de óleo da Exxon Valdez em 1989.

A década de 90, por sua vez, foi marcada por iniciativas das Nações Unidas para controlar a devastação ambiental, com o surgimento do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP) e a homologação do Protocolo de Kyoto como um tratado internacional. Em 2005, a sigla *Environmental, Social and Governance (ESG)* foi cunhada em uma conferência da UNEP, intitulada *Who Cares Wins*, unindo os aspectos ambientais e de governança corporativa que SRI vinha assumindo (ECCLES, et al., 2019). As metodologias atuais utilizadas pelas gestoras de fundos ESG, além de *negative screening* e *best-in-class*, também englobam ações das gestoras enquanto acionistas, investimentos sustentáveis e investimentos sociais (EUROSIF, 2018). No presente trabalho iremos utilizar a sigla original ESG, por ser reconhecida internacionalmente, substituindo a tradução Ambiental, Social e Governança (ANBIMA, 2019). Será utilizada a definição da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) para considerar

uma instituição como uma instituição gestora de fundos de investimento em ações.

1.2.Objetivo do estudo

O objetivo do presente trabalho foi analisar, em âmbito descritivo, os critérios utilizados pelas gestoras de fundos no Brasil. Tal análise foi realizada a partir do levantamento de informações disponibilizadas pelos fundos de ações tipo Sustentabilidade e Governança realizada pela ANBIMA.

1.3.Objetivos intermediários do estudo

Como objetivo secundário, o presente trabalho buscou identificar possíveis insuficiências nas informações dos editais publicados pelas gestoras dos fundos, na prestação de informações à possíveis investidores, bem como identificar a proporção de gestoras que realiza uma filtragem ativa e passiva das empresas investidas.

1.4.Delimitação do estudo

A análise utilizou a tipologia reconhecida pelo Eurosif e foi limitada a fundos listados em janeiro de 2021. Será utilizada a definição da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) para considerar uma instituição como uma instituição gestora de fundos de investimento. É importante enfatizar que o presente estudo baseia-se em dados secundários e não se propôs a fazer uma análise de rentabilidade dos fundos.

1.5.Justificativa e relevância do estudo

Embora no Brasil os fundos ESG representem apenas 1 trilhão de reais em patrimônio líquido (ANBIMA, 2021), existe uma representatividade consideravelmente maior no exterior (ANBIMA, 2018). Segundo a *US SIF Foundation* (2020) a incorporação de aspectos ESG na análise de investimento de fundos já representa 16,6 trilhões de dólares nos Estados Unidos. Ambos os estudos da US SIF e o Estudo SRI da Eurosif (2018) reconhecem o crescimento expressivo desses fundos desde a Grande Recessão de 2008, indicando que ocorreu o surgimento de uma maior demanda pela avaliação de riscos ambientais e sociais.

2Revisão de literatura

Neste capítulo são apresentados e discutidos aspectos conceituais e estudos relacionados ao tema e estudo em investigação e que servirão de base para a análise realizada.

2.1.Antecedentes ao investimento responsável: o conceito de função social das corporações

As preocupações com a responsabilidade social das empresas, conforme dissertado por Carroll (1999), surgiram na década de 50. A autora considera que a publicação que serviu como grande marco a respeito do tema foi *Social Responsibilities of the Businessman*, do economista americano Howard R. Bowen, em 1953. Embora ele não tenha sido o primeiro autor a atribuir responsabilidade social aos executivos, o conceito de Responsabilidade Social das empresas definido na publicação foi representado na maior parte da literatura a sucedeu. Antecedendo a publicação, em 1940, agências governamentais norte-americanas e sindicatos já evitavam adquirir ativos financeiros de empresas suspeitas de violar direitos trabalhistas (Martin, 1986), conferindo algum respaldo prático aos escritos de Bowen.

Um notório sucessor de Bowen foi Keith Davis, um proeminente autor na década de 60 em meio às as manifestações e movimentos sociais anti-guerra. Davis (1960) admitia que a responsabilidade social das empresas era um conceito nebuloso até então, mas que, ainda assim, deveria ser considerado na tomada de decisão, argumentando que a responsabilidade social era capaz de ser convertida em ganhos financeiros e maior poder de influência.

Carroll (1999) reconhece que na década de 60 houve uma crescente variedade de publicações a respeito da responsabilidade social das empresas, e que o conceito originalmente propagado por Bowen, referido apenas como *Social Responsibility (SR)*, eventualmente evoluiu para a definição contemporânea *Corporate Social Responsibility (CSR)*. O modelo de Davis correlacionando maiores lucros no longo-prazo com responsabilidade social se tornaria amplamente aceita mais tarde, a partir da década de 80.

Townsend (2020) reconhece que o movimento passou a ter apoio de investidores institucionais relevantes a partir da década de 70, ainda que de forma minoritária. Diversos catalizadores, escândalos envolvendo grandes corporações entre a década de 70 e a década de 90, fizeram o movimento acumular mais adeptos: empresas conectadas com o Apartheid, energia nuclear, trabalho análogo à escravidão, prisões administradas por iniciativa privada, diamantes de sangue, entre outros motivos que empurraram mais investidores a deixar de usar apenas análises de retorno financeiro.

2.2.Histórico do conceito SRI

Segundo Eccles (2020), o conceito de Investimento Socialmente Responsável (*Socially Responsible Investment – SRI*) possui um histórico muito mais longo do que o conceito de empresa Ambiental, Social e Governança (*Environmental, Social and Corporate Governance – ESG*). Kinder 2005 e Townsend (2020) consideram primeiros fundos de investimento socialmente responsáveis surgiram nos Estados Unidos na década de 70 e eram baseados em filtros negative screening (filtragem negativa) tendo forte influência do Cristianismo conservador.

O primeiro fundo de ações com critérios baseados em valores morais /ou éticos considerado por Townsend (2020) foi lançado em 1971, denominado Pax World Balanced Fund, tinha o propósito de atrair investidores interessados em uma aplicação financeira que evitasse por completo financiar a indústria armamentista envolvida na criação e fornecimento de Agente Laranja, também em 1970, o fundo First Spectrum Fund prometia analisar as ações das empresas perante o meio ambiente e a sociedade civil (TOWNSEND, 2020). Já no ano seguinte, o Dreyfus Third Century Fund foi lançado, sendo o pioneiro em utilizar critérios best-in-class (filtragem positiva) para selecionar as empresas investidas (TOWNSEND, 2020). Além da Guerra do Vietnã, degradação ambiental e grandes eventos sociais como o Apartheid na África do Sul também passaram a ser considerados pelas gestoras ainda na década de 70 (Spencer, 2001).

Em 1980 já existia no mercado de capitais norte-americano um portfólio de fundos de investimento utilizando negative screening para excluir determinadas indústrias com base em critérios morais e também fundos utilizando critérios best-in-class. O primeiro fundo ponderado por capitalização foi o Domini 400 Social Index, lançado em 1990, acompanhava e apurava séries históricas do índice S&P 500 utilizando as duas técnicas (TOWNSEND, 2020). Anos mais

tarde, durante a década de 90, o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP) assumiu como função conciliar as funções do dever fiduciário à sustentabilidade, em especial, após pesquisas climáticas constatarem na década de 80 a existência das mudanças climáticas causadas pela queima de combustíveis fósseis.

2.2.1. Metodologias ESG

Se a década de 90 transferiu para a prática de SRI as preocupações ambientais além da questão social, o início dos anos 2000 foi marcado pelo estouro da bolha econômica *dot com* e pelo escândalo de fraude contábil envolvendo diversas empresas de capital aberto nos Estados Unidos, em especial a Enron, culminando na criação nova norma International Financial Reporting Standards (IFRS). Em 2004, o ano seguinte ao surgimento das normas de conformidade IFRS, uma pesquisa conduzida pela Mercer Investment Consulting com 195 gestores de fundos apontou que a ampla maioria já considerava que os métodos de avaliação utilizados pelo SRI se tornariam o padrão de análise financeira nos dez anos seguintes.

Eccles e Strohle (2020) descrevem que a primeira vez em que se ouviu falar no conceito ESG foi em 2005, a sigla foi cunhada em um relatório gerado para uma conferência da UNEP, intitulado *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, unindo os aspectos ambientais e de governança corporativa que SRI vinha assumindo. Paralelo à definição de ESG, em 2006, a ONU lançou como outra base de estímulo o relatório *Environmental Program Finance Initiative*, que descrevia correlações entre o ESG e os retornos de ativos financeiros que seguem tais parâmetros. Em 2018, os ativos ESG já representavam globalmente US\$ 89 trilhões em ativos, segundo dados levantados pelo *Principles for Responsible Investment (PRI)* no ano.

Eccles e Strohle (2020) também notam o aumento na demanda por serviços de coleta de dados ESG nos últimos anos, com cerca de cem instituições fornecendo serviços a respeito e quinhentos rankings ESG reconhecidos internacionalmente. As questões ESG estão se movendo para deixarem de ser um marketing social e passarem a ser, de fato, uma rotina de análise de dados com metas e controle definidos de acordo com o modelo de negócios da organização.

O Eurosif define em sua publicação bienal sete tipos de metodologias ESG utilizadas pelos gestores de fundos, incluindo o negative screening e best-in-

class (EUROSIF, 2018). No presente trabalho iremos utilizar as seguintes definições para estas sete metodologias:

1. Negative screening: É uma medida de cunho exclusivo, que procura por empresas para compor portfólios e estabelece parâmetros para a seleção. Normalmente são eliminados da seleção negócios considerados não sustentáveis ao ambiente socioambiental, como a indústria de combustíveis fósseis, a indústria armamentista e jogos de azar onde estes sejam legalizados. Por vezes, o negative screening também elimina indústrias por critérios mais específicos como empresas envolvidas em pesquisas com células-tronco.
2. Norms-based screening: Só são permitidas no fundo as melhores empresas em termos de desempenho segundo indicadores ASG. É uma análise diferente ao negative screening porque na empresa o filtro de exclusão, porém, o best-in-class exige análises mais profundas que vão além de critérios binários. É plenamente possível ter empresas com negócios não sustentáveis do ponto de vista social e ambiental sendo aprovadas porque segundos os critérios do best-in-class elas são as melhores da indústria em que atuam. Best-in-class é uma avaliação dos melhores que existem coloca-se todas as empresas e escolhem-se as melhores existentes. A metodologia seleciona quem faz as melhores práticas, mas não necessariamente quem tem os menores riscos como o ESG integration; é importante enfatizar que não é uma análise de risco e que isso é o que diferencia da ESG integration.
3. Best-in-Class screening: É uma forma de negative screening que exclui empresas que cometeram violações contra normas reconhecidas internacionalmente, como o Pacto Global da ONU ou a declaração universal dos direitos humanos. O objetivo aqui é excluir empresas que tiveram condutas antiéticas, corrupção, que não atendem a critérios mínimos amplamente reconhecidos internacionalmente.
4. Sustainability-themed investment: Trata-se de investir em ativos especificamente relacionados à atividade econômica promovida em prol da sustentabilidade (social e ambiental). Por exemplo energia limpa, desenvolvimento de tecnologias menos poluentes ou agricultura sustentável. A atividade-fim desses ativos é a mitigação

do impacto ambiental causado pela sociedade como um todo, sem deixar de também levar em consideração os aspectos sociais.

5. ESG integration: Inclusão sistemática e institucional de indicadores ESG no processo de análise de investimento assim como indicadores de retorno financeiro e de risco são utilizados como fator decisivo. Essa é uma forma de análise financeira que não dispensa fatores tradicionais de rentabilidade e risco, porém, utiliza os aspectos ESG como um indicador de risco. É importante que a incorporação de aspectos ESG preconize apenas fatores materiais; fatores ambientais que implicam risco de perdas e que são intrínsecos da atividade econômica.
6. Shareholder engagement: Os acionistas têm o poder de, em assembleia, definir membros-chave do conselho administrativo e também fazer exigências aos mesmos. Em vez de apenas trabalhar a aquisição ética de ações e/ou títulos, essa metodologia estimula a participação e envolvimento ativo dos acionistas para garantir o cumprimento de políticas ASG em meio à estratégia da companhia.
7. Community/Impact investing: Trata-se de investir em ativos em que a atividade-fim visa solucionar um problema ambiental e/ou social, financiar projetos que explicitamente servem à população mais vulnerável e negligenciada pelas empresas e pelo setor público. Em vez de adquirir ações, o community investing por vezes realiza injeções de recursos financeiros diretamente na instituição a fim de gerar maior impacto. Não deixa de considerar a sustentabilidade ambiental também, embora não seja o foco prioritário.

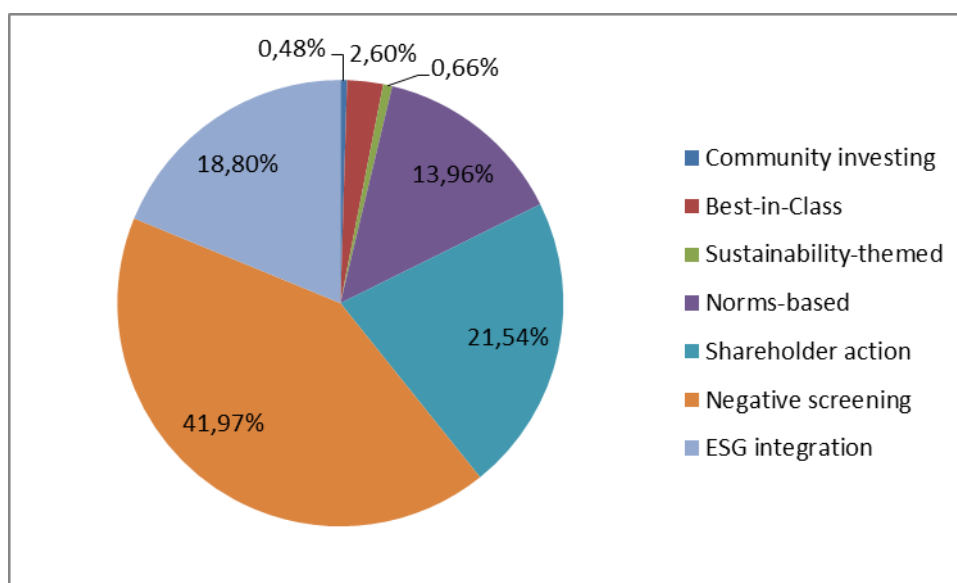
Estas metodologias também são reconhecidas pela *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*, e com exceção da metodologia impact investing, as demais seis metodologias possuem equivalência reconhecida pela iniciativa *Principles for Responsible Investment (PRI)* das Nações Unidas (EUROSIF, 2018). O PRI foi uma iniciativa da ONU lançada em 2006 para estimular o investimento ESG, reunindo uma rede de investidores institucionais em todo o planeta que, como signatários, se comprometem a seguir princípios de incorporação de aspectos ESG na análise de investimento.

2.3.Principais instituições ESG internacionais

2.3.1.Eurosif

O *European Sustainable Investment Forum (Eurosif)* é a associação que representa a Europa dentro da GSIA, enquanto aliança internacional em prol do mercado de investimentos ESG. Sediado em Bruxelas, ele contribui anualmente com os relatórios divulgado pela GSIA ao contabilizar os dados do investimento ESG na Europa.

Figura 1: Mercado atual de investimento ESG na Europa



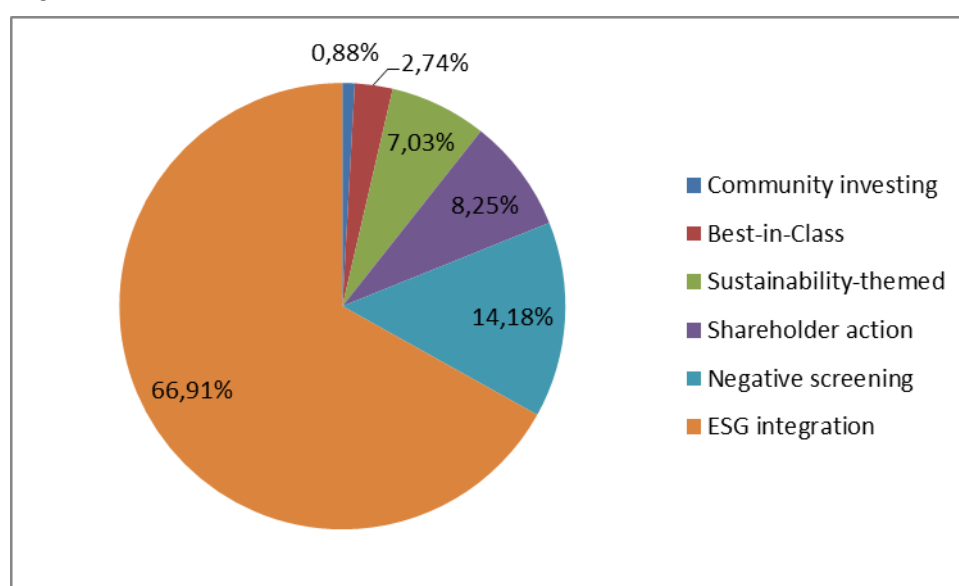
Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela GSIA, 2021. Valores expressos em bilhões de dólares americanos (USD), com n = US\$22,022 trilhões.

O *Eurosif* coleta seus dados através de pesquisas *survey* envolvendo pessoas chave físicas e jurídicas, incluindo bancos comerciais, grandes proprietários de cotas e gestoras dos fundos de investimento, representando cerca de 79% do mercado europeu na época (EFAMA, 2018). Na época, o Eurosif constatou um crescimento em *ESG integration* de 27% e em *Shareholder engagement* em 7% em relação a edição de 2016 do relatório bienal, enquanto as demais metodologias regrediram ou desaceleraram seu crescimento. Existe uma tendência na Europa entre os cotistas e acionistas em terem uma participação cada vez mais ativa enquanto proprietários dos ativos.

2.3.2.US Sif

Também membro da GSIA, o *Forum for Sustainable and Responsible Investment (US Sif)* é a associação norte-americana de pessoas físicas e jurídicas interessadas no mercado de investimento ESG. Sediado em Washington, ele contribui anualmente com os relatórios divulgado pela GSIA ao contabilizar os dados do investimento ESG nos Estados Unidos; a principal diferença entre o *US Sif* e o *Eurosif* em termos de coleta de dados é o fato de o *US Sif* não reconhecer o investimento *Norms-based* como uma categoria própria.

Figura 2: Mercado atual de investimento ESG nos Estados Unidos



Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela GSIA, 2021. Valores expressos em bilhões de dólares americanos (USD), com n = US\$24,001 trilhão.

Na edição de 2020 de seu relatório *Report on US Sustainable and Impact Investing Trends*, o fórum relatou que os critérios específicos nas filtragens ESG que mais tiveram aumento em comparação com a edição anterior foram o relativos às mudanças climáticas em US\$2,61 trilhões (+17%), à prevenção a conflito de interesses em US\$2,28 trilhões (+32%) e sustentabilidade no que tange agricultura e recursos naturais em US\$2,18 trilhões (+95%). Critérios envolvendo terrorismo e regimes repressivos regrediram em US\$2,73 (-8%) juntamente com critérios de rejeição à indústria tabagista em US\$2,47 (-3%), porém continuam representando uma expressiva parcela.

Assim como o relatório do Eurosif em 2018, o *US Sif* em 2020 também constou um crescimento do *ESG integration* e *Shareholder engagement* em uma pesquisa com 530 gestores de ativos, representando 51% do mercado, no

período entre 2018 e junho de 2020. O *US Sif* constatou que destes 530 proprietários, 149 investidores institucionais e 56 gestoras oficialmente exerceram seu poder de acionista para integrar objetivos ESG na gestão estratégica das empresas das quais têm participação.

2.4.Iniciativas de ESG no Brasil

2.4.1.Índice de Sustentabilidade Empresarial

Além do PRI enquanto tratado internacional, também existem os índices de sustentabilidade nas bolsas de valores como uma iniciativa do mercado financeiro para promover a incorporação das boas práticas. Estes índices são caracterizados por conterem apenas a rentabilidade de empresas que atendam a padrões de transparência e conformidade socioambiental (GVces, 2014). O primeiro índice, o Dow Jones Sustainability Index (DJSI), surgiu em 1999 na bolsa de New York.

Seis anos após o surgimento do DJSI, em 2005, foi lançado no Brasil o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na bolsa de valores de São Paulo (B3), sendo este o quarto índice de sustentabilidade no planeta. Baseado em metodologias *best-in-class*, as empresas participantes devem responder à questionários relativos à dimensões de governança corporativa e impacto socioambiental, e, com base nos resultados, são classificados em ranking.

O primeiro questionário do ISE foi elaborado principalmente com base na transparência e rastreabilidade das informações prestadas, também verificando a existência ou não de políticas de responsabilidade socioambiental. Desde então mais critérios foram adotados como mudanças climáticas, diversos setores da economia já foram abrangidos pelo ISE e há mais empresas e opções de ações. O ISE é considerado um índice de grande representatividade no que tange ESG no Brasil.

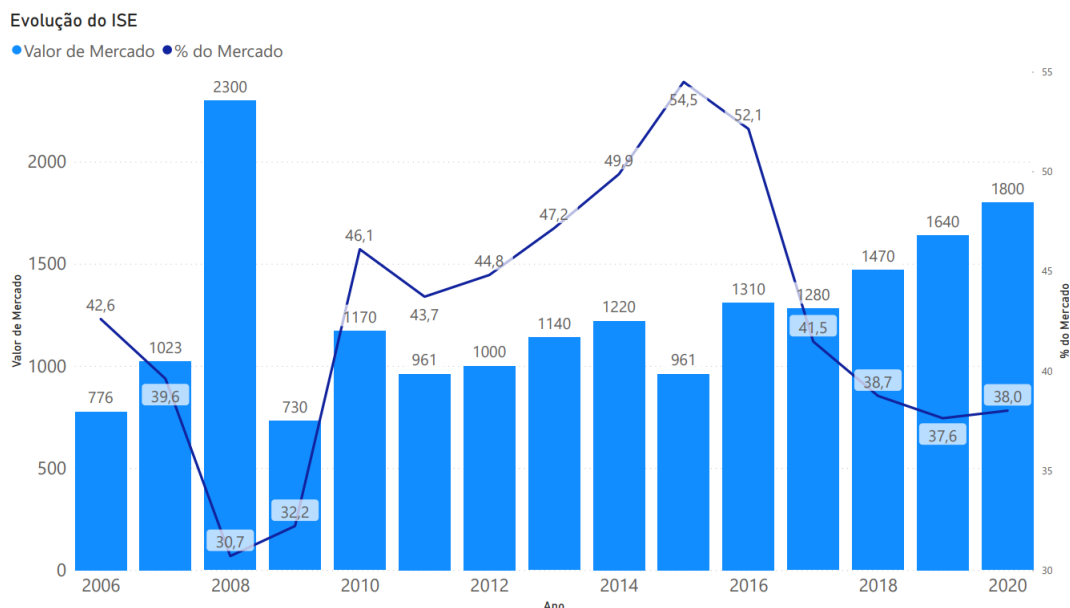
Tabela 1: Histórico de crescimento e Representatividade do ISE

	Ações	Setores	Valor de Mercado	% do Mercado
2006	43	14	R\$ 776 bilhões	42,60%
2007	40	15	R\$ 1,023 trilhões	39,60%
2008	38	13	R\$ 2,3 trilhões	30,70%
2009	43	15	R\$ 730 bilhões	32,21%
2010	47	18	R\$ 1,17 trilhão	46,10%
2011	51	18	R\$ 961 bilhões	43,72%
2012	51	16	R\$ 1 trilhão	44,81%
2013	51	18	R\$ 1,14 trilhão	47,16%
2014	51	19	R\$ 1,22 trilhão	49,87%
2015	38	16	R\$ 960,52 bilhões	54,50%
2016	38	15	R\$ 1,31 trilhão	52,14%
2017	33	12	R\$ 1,28 trilhão	41,47%
2018	33	12	1,47 trilhão	38,74%
2019	36	15	1,64 trilhão	37,62%
2020	46	15	R\$ 1,8 trilhão	38,00%

Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela B3 S/A.

Um levantamento bibliométrico divulgado pelo GVces em 2014 constatou que o ISE é considerado pelos investidores e pelas empresas como um parâmetro de avaliação de incorporação de objetivos ESG na agenda das empresas. Sousa e Zucco (2016) reconhecem que a terceira carteira ISE, composta em 2007, acrescentou substâncias mudanças ao diferenciar as empresas entre financeiras e em não financeiras, com as empresas não financeiras sendo também subdivididas em cinco grupos de acordo com seu produto. Sousa e Zucco (2016) também afirmam que em seus seis primeiros anos o ISE teve rentabilidade acima do esperado no *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, método de análise entre o risco e o retorno esperado de um ativo financeiro, demonstrando que as empresas que atendem aos critérios ESG tendem a gerar maior retorno aos seus acionistas.

Figura 3: Histórico de crescimento e Representatividade do ISE



Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela B3 S/A.

2.4.2. Classificação de fundos de ações Sustentabilidade/Governança

Além do índice ISE, outra iniciativa para promover as práticas ESG é o objeto de estudo do presente artigo: um levantamento realizado trimestralmente pela ANBIMA com fundos voltados para os temas governança e/ou sustentabilidade. Em seu estudo empírico, Vasconcelos (2019) apurou que os fundos de investimentos de gestão ativa apresentaram característica defensiva: a tendência é que eles tenham retornos melhores do que a IBOVESPA em momentos de crise, enquanto a IBOVESPA apresenta rentabilidade melhor durante o crescimento econômico.

3 Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo

O objetivo do presente trabalho é analisar os critérios utilizados pelas gestoras de fundos no Brasil, usando o levantamento da ANBIMA de fundos de ações tipo Sustentabilidade/Governança. Assim como Vasconcelos (2019), é uma análise de natureza descritiva com abordagem quantitativa descritiva. Cada um dos fundos teve seu respectivo edital público analisado com a finalidade de definir quais metodologias GSIA são adotadas pelos mesmos.

3.1. Fontes de informação selecionadas para coleta de dados no estudo

A classificação de fundos é definida e divulgada pela ANBIMA trimestralmente. Foram selecionados os fundos de ações classificados como “Sustentabilidade/Governança” em janeiro de 2021, correspondendo a 35 (trinta e cinco) fundos de 10 (dez) diferentes gestores.

3.2. Procedimentos e instrumentos de coleta de dados utilizados no estudo

A análise foi realizada verificando o edital público dos fundos bem como consulta aos websites das gestoras destes fundos. Em especial, uma leitura criteriosa de cada edital foi capaz de classificar cada um dos fundos segundo a tipologia reconhecida internacionalmente. Cada fundo foi classificado dentro de apenas uma metodologia, a mais proeminente segundo o edital, com a finalidade de que sejam representadas as metodologias mais proeminentes no Brasil.

Além de identificar os fundos segundo uma metodologia predominante sendo empregada, também foram categorizados os fundos que apenas são uma reprodução do ISE B3 e os fundos voltados apenas para aspectos de governança corporativa. Foram elaborados gráficos para demonstrar estas proporções e também gráficos comparativos entre o Brasil, os Estados Unidos e a Europa segundo o Patrimônio Líquido dos fundos, exibindo quais tem maior proporção investida.

3.3. Formas de tratamento e análise dos dados coletados para o estudo

Além de analisar as metodologias GSIA, os fundos também foram avaliados perante aspectos da metodologia adotada: se os fundos apenas reproduzem o ISE se os fundos são voltados apenas para aspectos de governança corporativa e, por fim, se é realizada uma filtragem ativa ou passiva das empresas investidas. Caracteriza-se como filtragem ativa uma fiscalização por parte da gestora das empresas investidas, enquanto a filtragem passiva é caracterizada apenas pela checagem de informações públicas de auditorias atestando a conformidade.

Limitações do Método

A análise será limitada a fundos listados em janeiro de 2021, correspondendo a 35 (trinta e cinco) fundos de 10 (dez) diferentes gestores.

Tabela 2: Fundos ESG reconhecidos pela ANBIMA em janeiro de 2021

Gestor	Fundo de investimento	Patrimônio líquido
BRADESCO	BRAD PRIME FIC FIA IND SUST EMPRESARIAL	R\$ 5.804.421
BRADESCO	BRAD PRIME FICFIA GOVERNANCA CORPORATIVA	R\$ 1.177.978
BRADESCO	BRADESCO FIA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIA	R\$ 23.119.529
BRADESCO	BRADESCO FIA ZINCO	R\$ 113.410.951
BRADESCO	BRADESCO FIC FIA GOVERNANCA CORPORATIVA	R\$ 5.880.641
BRADESCO	BRADESCO H FI DE AÇÕES SRI	R\$ 10.127.821
BRADESCO	BRAM FIA SUST EMPRESARIAL 2	R\$ 5.609.636
CAIXA	CAIXA FI ACOES ISE	R\$ 19.428.932
FUNCEF	FIA PARANOÁ	R\$ 41.813.847
GF GESTAO DE RECURSOS S/A	GERAÇÃO FUTURO FIA GARDA	R\$ 56.659.734
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ AÇÕES GOVERNANÇA CORP FICFI	R\$ 64.455.659
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ EMPRESA GOVERN CORP AÇÕES FICFI	R\$ 2.040.536
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ EXCELENCIA SOCIAL ACOES FI	R\$ 97.447.670
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ EXCELÊNCIA SOCIAL FC AÇÕES	R\$ 103.590.626
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ GOVERNANCA CORPORATIVA ACOES FI	R\$ 57.096.250
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ MOMENTO ESG AÇÕES FC	R\$ 34.498.210
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ MOMENTO ESG AÇÕES FI	R\$ 36.824.742
ITAU UNIBANCO SA	ITAÚ PRIV EXCELENCIA SOCIAL ACOES FICFI	R\$ 12.689.899
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG FC FIA	R\$ 47.532.090
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG FC FIA - FEEDER I	R\$ 9.772.693
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST ADV FC FIA	R\$ 17.450.715
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST FC FIA - FEEDER VII	R\$ 5.183.025
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST MASTER FIA	R\$ 26.577.934
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INSTITUCIONAL FC FIA	R\$ 3.906.691
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG MASTER FIA	R\$ 330.157.448
ITAU UNIBANCO SA	JGP ESG SELEÇÃO FC FIA	R\$ 5.301.918
SAFRA	SAFRA ESTRATÉGIA ASG FC FIA	R\$ 30.195.760
SAFRA	SAFRA ESTRATÉGIA ASG MASTER FIA	R\$ 89.027.950
SAFRA	SAFRA ESTRATÉGIA ASG V FC FIA	R\$ 37.226.371
SAFRA	SAFRA IMPACTO ASG FC FIA	R\$ 21.761.950
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	SANT ETHICAL AÇÕES SUSTENT SPECIAL FC FI	R\$ 128.270.800
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	SANTANDER ETHICAL AÇÕES SUST FI	R\$ 163.702.139
VITREO GESTÃO DE RECURSOS LTDA	VITREO FOF ESG CARBO NEUTRO FIC FI ACOES	R\$ 7.572.840
WESTERN ASSET	WA AÇÕES SUSTENT EMPRESARIAL FIC DE FI	R\$ 20.033.287

Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela ANBIMA.

4 Apresentação e análise dos resultados

O levantamento mostra que existe pouca variedade de metodologias adotadas pelos fundos, apenas três tipos foram encontrados: *best-in-class*, *norms-based* e *ESG integration*. Além disto, uma parcela considerável dos fundos, 17% dos fundos analisados, apenas replica o ISE o utilizando como *benchmark* de rentabilidade ou então como critério de seleção. Aproximadamente 14% da amostra são fundos voltados apenas para aspectos de governança corporativa.

Conforme dissertado no capítulo 5, o presente trabalho demonstra o quanto os conceitos de ESG ainda podem ser utilizados no Brasil de forma errônea, e até mesmo de má-fé, pelas gestoras. Vasconcelos (2019) considera que o grande diferencial dessa classificação realizada pela ANBIMA de fundos tipo Sustentabilidade/Governança é a transparente aplicação de metodologias ESG, o que não foi constatado nesta análise. Ainda há um grande espaço para melhoria na prestação de informações na ótica do investidor.

4.1. Fundos *best-in-class*

Um total de 20 dos fundos de cinco gestoras, cerca de 54% da amostragem, apresenta, em seus respectivos editais, características de uma filtragem *best-in-class*. Sete destes fundos são geridos pela JPG Gestão de Recursos e todos têm cotas majoritariamente no fundo JGP ESG INST MASTER FIA que declara em seu edital ter como objetivo “investir em empresas que apresentem altos níveis de governança corporativa e (...) as melhores práticas para o desenvolvimento sustentável e preservação do meio ambiente”.

Outros cinco destes fundos são geridos pelo banco comercial Bradesco. Três destes fundos replicam os critérios do ISE e apresentam governança corporativa como seu principal foco, ao afirmar que serão adotadas apenas ações de empresas que apresentem padrões de Governança Corporativa estabelecidos pelo Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Os três dois fundos apresentam preocupação com critérios de sustentabilidade ao estabelecerem em seus respectivos editais que o farão “por

meio da atuação no mercado de ações de empresas que apresentam bons níveis de sustentabilidade”.

Outros quatro destes fundos são geridos pelo Itaú Unibanco, incluindo mais um fundo administrado pela JPG Gestão de Recursos, o fundo JGP ESG SELECAO FC FIA, que possui a maior parte das cotas também aplicadas no JGP ESG INST MASTER FIA. Os demais três fundos geridos pelo Itaú Unibanco são voltados apenas para melhores práticas de governança corporativa ao declarar que o objetivo é aplicar seus recursos “preponderantemente em ações de empresas que apresentem práticas diferenciadas de governança corporativa”.

Outros três destes fundos são geridos pelo banco comercial Safra, porém, assim como no caso da JPG Gestão de Recursos, dois dos três fundos na realidade são espelhos do terceiro fundo que é um fundo máster. Isto é, tratam-se de fundos para aquisição de cotas em um terceiro fundo, fundo SAFRA ESTRATEGIA ASG MASTER FIA e esse fundo se caracteriza como *best-in-class* por declarar em seu edital que fará apenas a aquisição de “ações de empresas que apresentem altos níveis de governança corporativa e que considerem (...) as melhores práticas para o desenvolvimento sustentável e preservação do meio ambiente”.

Por fim, há também um único fundo gerido pela Caixa Econômica Federal que se caracteriza como *best-in-class*. Intitulado CAIXA FI ACOES ISE, o fundo se compromete a “alocar recursos em carteira composta prioritariamente por ações de empresas que se destaquem em sustentabilidade empresarial e responsabilidade social”. Este fundo também pode ser considerado um espelho do ISE, por ter como objetivo utilizar o ISE como benchmark de rentabilidade embora não adquira ações apenas de empresas listadas no ISE.

4.2. Fundos *norms-based*

Existem seis filtros baseados em normas, representando cerca de 17% da amostra. Metade destes são geridos pelo Itaú Unibanco, e dois declaram em seu edital que “o ADMINISTRADOR se valerá de índices e certificações divulgados, (...) por entidades idôneas (...) e poderá, a seu exclusivo critério, formular questionários a serem respondidos pelas empresas”. O terceiro e último fundo do Itaú Unibanco que se caracteriza como baseado em normas declara em seu edital que adquire apenas ativos financeiros de empresas que “apresentam bons níveis de governança corporativa, responsabilidade social e gestão ambiental, conforme critérios estabelecidos por entidades reconhecidas

no mercado e/ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do FUNDO”.

A segunda instituição com mais fundos baseados em normas é o Santander, com dois fundos. Ambos os fundos se caracterizam de tal forma por afirmarem em seus editais que seu objetivo é investir em ações de empresas que “possuam práticas que evidenciem preocupação com aspectos sociais e/ou relacionados à proteção do meio ambiente e/ou que adotem, voluntariamente, boas práticas de governança corporativa, adicionais às exigidas pela regulamentação em vigor”. As referidas práticas adicionais às exigidas pela legislação podem ser consideradas conformidade com normas internacionalmente reconhecidas.

Por fim, o último fundo baseado em normas é gerenciado pelo banco Safra. Intitulado como SANT ETHICAL AÇÕES SUSTENT SPECIAL FC FI, o fundo declara ser “um investimento em empresas com políticas sustentáveis (...) A carteira é composta apenas por empresas que atendam aos requisitos ASG”. Assim sendo, o edital evidencia que os requisitos ASG em questão são normas de conformidade estabelecidas pelo gestor do fundo.

4.3.Fundos *ESG Integration* Análise dos resultados

Existem quatro fundos, cerca de 11% da amostra, que se caracterizam como fundos de integração de aspectos ESG. Dois dos fundos são administrados pelo Itaú Unibanco e ambos declaram que “o GESTOR se valerá de metodologia própria para integrar questões ambientais, sociais e de governança corporativa em seu processo de avaliação das empresas”.

Os outros dois fundos são administrados pelo banco Bradesco e pela Vitreo Gestão de Recursos. O fundo do Bradesco, intitulado BRADESCO H FI DE ACOES SRI, declara em seu edital que “o GESTOR integra à análise financeira a avaliação de sustentabilidade das empresas, realizada através de metodologia própria”. O fundo da gestora Vitreo, intitulado VITREO FOF ESG CARBO NEUTRO FIC FI ACOES, por sua vez, declara que irá adquirir cotas somente de empresas que “apresentem uma política de investimento que envolva diversos fatores de riscos e incorporem em sua análise investimentos em empresas que perseguem temas ESG”.

4.4. Fundos de metodologia desconhecida

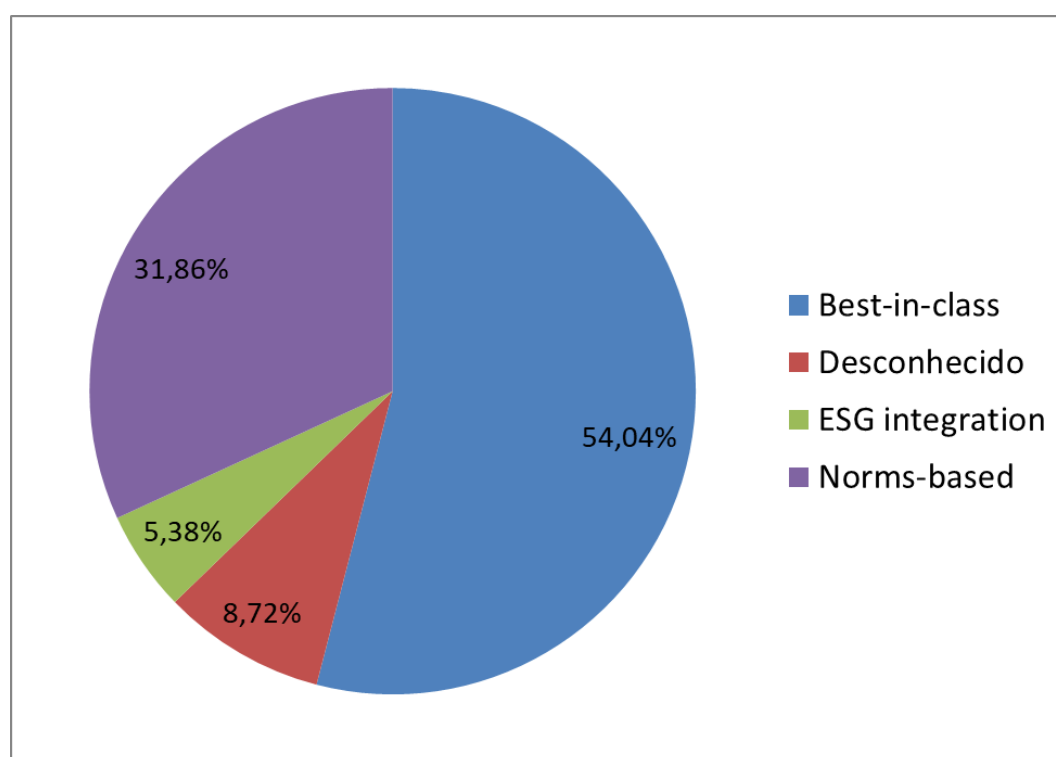
Existem também cinco fundos cuja metodologia não pôde ser determinada apenas com informações públicas, sem ser necessário entrar em contato com a gestora. Dois são geridos pela corretora de títulos Western Asset, um pelo Bradesco, um pela FUNCEF e o último pela GF Gestão de Recursos. Porém, ambos os fundos da Western Asset representam apenas um, intitulado WA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL FIA; o segundo fundo da Western Asset, intitulado WA ACOES SUSTENT EMPRESARIAL FIC DE FI, apenas adquire cotas do primeiro. O fundo WA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL FIA apenas utiliza o índice ISE como benchmark de rentabilidade, sem apresentar critérios de seleção ESG para determinar quais empresas serão investidas.

Paralelamente, o fundo do Bradesco, intitulado BRAD PRIME FIC FIA IND SUST EMPRESARIAL, e o fundo da FUNCEF, intitulado FIA PARANOA, também utilizam o ISE como benchmark de rentabilidade sem apresentar critérios ESG sendo empregados no fundo em si. Por fim, o fundo GERACAO FUTURO FIA GARDA, da GF Gestão de Recursos, apresenta absolutamente nenhum critério ESG ou menciona os temas em seu edital.

5 Conclusões e recomendações para novos estudos

Conforme foi apurado, apenas três das sete metodologias reconhecidas pelo GSIA existiam no Brasil até janeiro de 2021 e em cerca de 15% da amostra não foi possível identificar alguma, embora sejam todos fundos que a ANBIMA reconhece como sendo do tipo Sustentabilidade/Governança.

Figura 4: Proporção das metodologias adotadas no Brasil

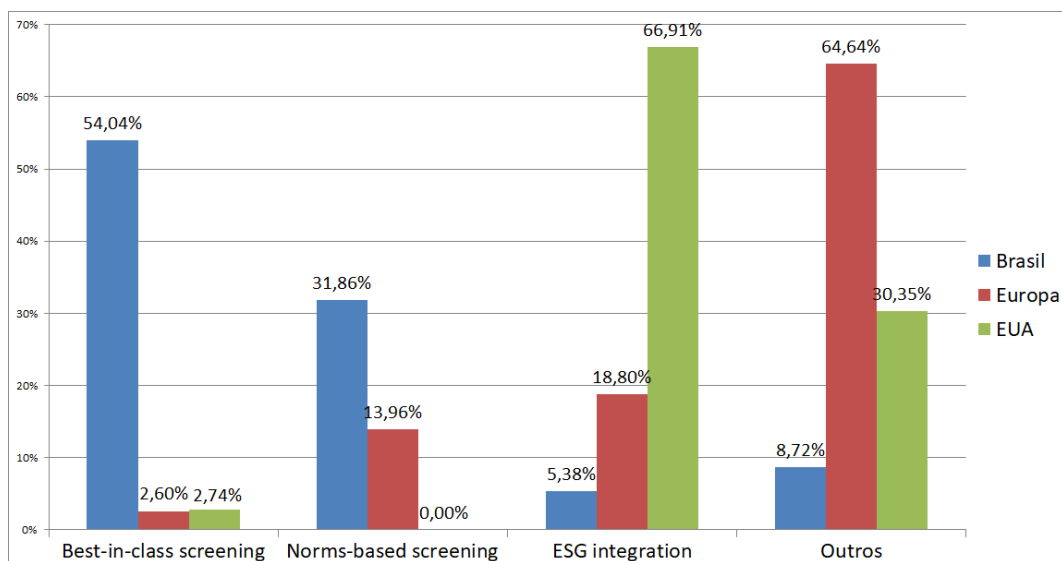


Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela ANBIMA. Valores expressos em bilhões de reais brasileiros (BRL), com n = R\$1,655 trilhão.

Essa falta de variedade apresenta um grande contraste com o cenário internacional: na quinta edição de seu relatório bienal *Global Sustainable Investment Review*, o Eurosif apurou que as sete categorias de investimento ESG estão presentes e amplamente distribuídas na Europa e nos Estados Unidos. Em comparação entre a Europa e os Estados Unidos, considerando o total investido, o Brasil possui maior valor investido em opções de filtragem positiva, enquanto nos Estados Unidos imperam os fundos *ESG integration* e na Europa as metodologias que não estão presentes no país. (GSIA, 2021)

Considerando outros países que não tem uma grande diversidade, o Brasil também difere: na Oceania, os investimentos de impacto social e *ESG integration* são predominantes, no Japão, é a modalidade *shareholder engagement* seguida por fundos com critérios *best-in-class*, enquanto no Canadá também predomina *shareholder engagement* juntamente com *norms-based screening*. (GSIA, 2021)

Figura 5: Comparação com o cenário exterior e o brasileiro



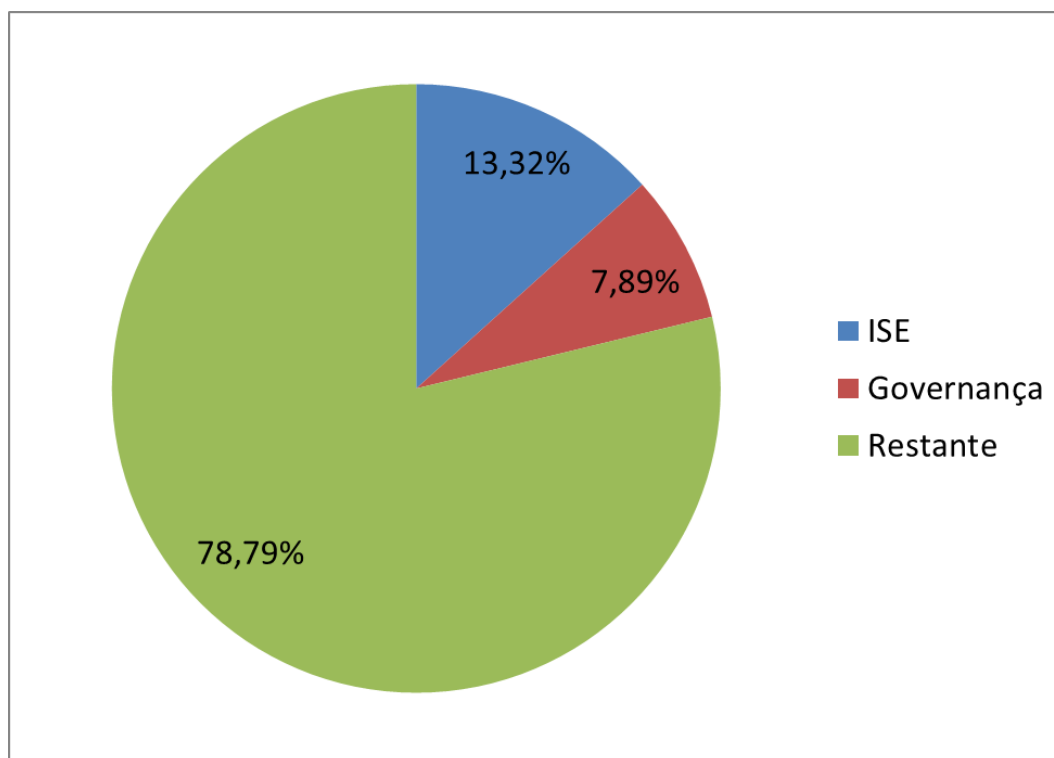
Fonte: Elaborado pelo autor com dados divulgados pela GSIA e pela ANBIMA, com n = US\$22,022 trilhão para Europa, n = US\$24,001 trilhão para os Estados Unidos e n = R\$1,655 trilhão para o Brasil.

Além da falta de diversidade nos investimentos, cerca de um quarto dos fundos, representando 22,85% da amostra, são apenas uma reprodução do ISE (os chamados "fundos-espelho") ou então fundos voltados apenas para governança. São especificamente cinco fundos voltados apenas para governança e seis fundos que utilizam o ISE como *benchmark* de rentabilidade ou como critério de seleção.

Os fundos do voltados exclusivamente para boas práticas de governança corporativa são dois do Itaú e três do Bradesco, sendo, portanto, todos de gestoras pertencentes a bancos comerciais. Os dois fundos do Bradesco visam superar a rentabilidade do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), assim sendo um *benchmark* de rentabilidade. Os fundos do Itaú, por sua vez, declaram que tem como objetivo preconizar a aquisição de ações de empresas que apresentem práticas diferenciadas de governança corporativa, as definindo como processos que conferem maiores transparência e conformidade.

Quanto aos fundos voltados para o ISE B3, dois pertencem ao Bradesco, dois à gestora Western Asset, um à Caixa Econômica Federal e um ao FUNCEF. Os dois fundos geridos pela Western Asset, o fundo gerido pelo FUNCEF e um dos fundos do Bradesco utilizam o ISE apenas como um *benchmark* de rentabilidade. O outro fundo do Bradesco e o fundo da Caixa voltados para o ISE, no entanto, visam preconizar empresas com as melhores práticas adquirindo ações de empresas elegíveis para o ISE além de o ter como meta de rentabilidade.

Figura 6: Fundos-espelho do ISE e fundos voltados para governança



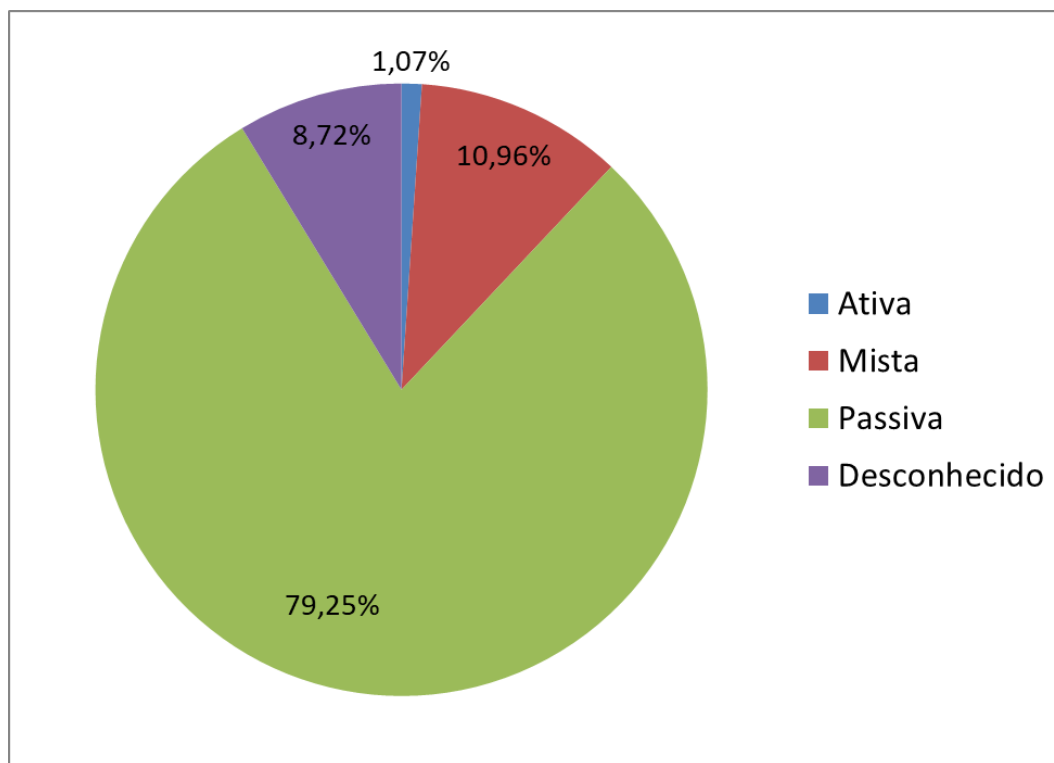
Fonte: Elaborado pelo autor. Valores expressos em bilhões de reais brasileiros (BRL), com $n = R\$1,655$ trilhão.

A grande maioria dos fundos, quase 70% da amostra, dispõe de métodos passivos de análise, isto é, apenas conferem informações disponíveis publicamente a respeito das empresas que irão compor o portfólio do fundo. Além disso há cinco fundos em que o edital não transparece se a gestora irá agir de forma ativa ou passiva, representando 14,29% da amostra.

Apenas 11,43% da amostra age de forma declaradamente ativa, isto é, engaja enquanto acionista para fiscalizar a conformidade das empresas que compõem o portfólio. Também há 5,71% da amostra como fundos que agem de

forma mista, com metodologia ativa e passiva, totalizando 17,14% de fundos engajados.

Figura 7: Fundos com metodologia ativa versus passiva



Fonte: Elaborado pelo autor. Valores expressos em bilhões de reais brasileiros (BRL), com $n = R\$1,655$ trilhão.

Conforme mencionado, há seis fundos que embora a ANBIMA reconheça como sendo fundos do tipo Sustentabilidade/Governança, os mesmos não apresentam características em seus editais que tornem possível identificar alguma ação concreta para incorporar critérios ESG na análise de investimento.

A conclusão que se chega é que os investidores ainda necessitam entrar em contato com as corretoras para se informar a respeito dos ativos que estão adquirindo em termos de responsabilidade socioambiental. A iniciativa da ANBIMA em reunir esses fundos em uma tipologia é pioneira, porém, ainda há espaço a ser ocupado na prestação de informações para atrair o público-alvo.

A falta de uniformização não é um problema existente apenas no Brasil, é uma tendência mundial que vem sendo respondida pelo surgimento de taxonomias verdes. Em junho de 2020, o Banco Mundial divulgou um extenso relatório sobre estas taxonomias e as vantagens que as mesmas representam, reconhecendo que a maioria das vantagens é impedir os casos de *green-washing*, isto é, casos em que o ESG é utilizado como um marketing social.

Tabela 3: Benefícios das taxonomias verdes segundo o Banco Mundial

Parte interessada	Vantagem
Bancos e instituições financeiras	Estruturar de forma eficiente produtos financeiros verdes
	Reduzir custos transacionais através de maior rapidez
	Padronizar as exigências legais de transparência
	Engajar mais investidores com portfólios ESG
Instituições reguladoras	Oferecer mais segurança às instituições credoras
	Tornar possível medir o crescimento de ativos ESG
	Evitar riscos de reputação oriundos de <i>green-washing</i>
Investidores	Facilitar a identificação de oportunidades ESG
	Maior rapidez nos processos exigidos pelos reguladores
	Facilitação da compreensão de portfólios ESG
Legisladores	Facilitar a criação de políticas públicas em torno do ESG
	Identificar áreas com baixo investimento para as suprir

Fonte: Simplificado de *Developing a National Green Taxonomy: A World Bank Guide*.

A falta de uniformização não é um problema existente apenas no Brasil, é. As taxonomias verdes tendem a se tornar a norma no mercado verde no que tange o ESG. A PwC CN, firma de contabilidade oficial de Beijing 2022, em agosto de 2021 publicou um artigo sobre as vantagens de padronizar os termos por taxonomia reconhecendo que a taxonomia europeia é um exemplo positivo por tornar obrigatório que empresas estrangeiras obedeçam à ela para poderem oferecer produtos financeiros na Europa com o rótulo ESG. O estímulo aos modelos de negócio responsáveis ambientalmente é reconhecido pela PwC CN inclusive como uma forma de combater a crise climática atual.

Um mês depois, em setembro de 2021, o presidente da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*, Gary Gensler, ordenou uma revisão das informações divulgadas por fundos que se declaram ESG, reconhecendo que existe o fenômeno *green-washing* no mercado de capitais norte-americano. Ele direcionou sua equipe a revisar as práticas existentes no mercado para que seja possível criar recomendações de critérios básicos a serem atendidos para que um produto financeiro possa ser vendido como um título ESG.

As publicações demonstram uma tendência dos mercados ao redor do mundo de seguirem a taxonomia europeia, que foi pioneira em sintetizar padrões. Pontos em comum nos produtos financeiros tornam possível comparar os produtos financeiros ESG nas diferentes bolsas de valores ao redor do mundo, e assim sendo, materializar regras universais é essencial para se criar um ambiente mais seguro nesta nova modalidade de investimentos.

6Referências

- ARONS, S. SEC Chairman Gensler Orders Review of Funds' ESG Disclosures. Bloomberg, setembro de 2021. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-02/gensler-orders-sec-to-review-funds-esg-disclosure-practices>>.
- BRASIL BOLSA BALCÃO. ISE B3: Carteiras e Questionários. B3.com, Janeiro de 2020. Disponível em: <<http://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios>>.
- Carroll, A. B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business and Society*, Volume 38, p268–295. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/000765039903800303>>.
- Davis, K. Can business afford to ignore social responsibilities?. *California Management Review*, Volume 2, p70–76.
- ECCLES, N. The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, Volume 33, p575–596. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-011-0917-7>>.
- EFAMA. Asset Management. Asset Management in Europe 10th Edition Facts and figures: An overview of the Asset Management Industry. European Fund And Asset Management Association, setembro de 2018. Disponível em: <<https://www.efama.org/sites/default/files/files/Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf>>.
- EUROSIF. European SRI Study 2018. European Sustainable Investment Forum, Janeiro de 2018. Oitava edição do Eurosif Market Study. Disponível em: <<http://www.eurosif.org/sri-study-2018/>>.
- THE FORUM FOR SUSTAINABLE AND RESPONSIBLE INVESTMENT. Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020. Publicado em agosto de 2021. Disponível em: <<https://www.ussif.org/files/Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>>.
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. Global Sustainable Investment Review 2020. Disponível em: <<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>>.
- KINDER, P. Socially responsible investing: An evolving concept in a changing world. KLD Research & Analytics, setembro de 2005. Disponível em: <<https://www.griequity.com/resources/InvestmentIndustry/Trends/SRIevolving20050901.pdf>>.
- Martin, J. Happy Returns for Do-gooders. *Financial World*, Março de 1986, p32–33.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS CHINA. ESG Taxonomies: What can Asian financial market participants expect next?. PwC CN, agosto de 2021. Disponível em: <<https://www.pwccn.com/en/industries/private-equity/responsible-investment/esg-taxonomies-aug2021.html>>.
- Spencer, C. Assets in Socially Screened Investments Grew by 183%. *Employee Benefit Plan Review*, Volume 56, p30–32.

- TOWNSEND, B. From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing. The Journal of Impact & ESG Investing, Volume 1. Disponível em: <<https://www.bailard.com/wp-content/uploads/2020/09/History-Socially-Responsible-Investing-and-ESG-Investing.pdf?pdf=SRI-Investing-History-White-Paper>>.
- Vasconcelos, S. R. M., dos Santos, J. O., Marion, J. C., & Bergmann, D. R. (2019). Análise da rentabilidade dos fundos de investimentos sustentáveis brasileiros no período 2010-2016. Revista Contemporânea De Contabilidade, 16(39), 89-112. Disponível em: <<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n39p89>>.
- WORLD BANK GROUP. Developing a National Green Taxonomy: A World Bank Guide. Washington, junho de 2020. Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/953011593410423487/pdf/Developing-a-National-Green-Taxonomy-A-World-Bank-Guide.pdf>>.

Anexo 1: Registro dos fundos avaliados

Gestor	Fundo de investimento	CNPJ	Patrimônio líquido
BRADESCO	BRAD PRIME FIC FIA IND SUST EMPRESARIAL	07.667.274/0001-88	R\$ 5.804.421
BRADESCO	BRAD PRIME FICFIA GOVERNANCA CORPORATIVA	07.667.353/0001-99	R\$ 1.177.978
BRADESCO	BRADESCO FIA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIA	07.187.751/0001-08	R\$ 23.119.529
BRADESCO	BRADESCO FIA ZINCO	08.757.697/0001-51	R\$ 113.410.951
BRADESCO	BRADESCO FIC FIA GOVERNANCA CORPORATIVA	07.667.341/0001-64	R\$ 5.880.641
BRADESCO	BRADESCO H FI DE ACOES SRI	10.638.510/0001-42	R\$ 10.127.821
BRADESCO	BRAM FIA SUST EMPRESARIAL 2	39.600.768/0001-31	R\$ 5.609.636
CAIXA	CAIXA FI ACOES ISE	08.070.838/0001-63	R\$ 19.428.932
FUNCEF	FIA PARANOIA	21.920.692/0001-66	R\$ 41.813.847
GF GESTAO DE RECURSOS S/A	GERACAO FUTURO FIA GARDA	11.220.298/0001-61	R\$ 56.659.734
ITAU UNIBANCO SA	ITAU ACOES GOVERNANCA CORP FICFI	07.686.658/0001-48	R\$ 64.455.659
ITAU UNIBANCO SA	ITAU EMPRESA GOVERN CORP ACOES FICFI	09.145.127/0001-73	R\$ 2.040.536
ITAU UNIBANCO SA	ITAU EXCELENCIA SOCIAL ACOES FI	06.069.957/0001-70	R\$ 97.447.670
ITAU UNIBANCO SA	ITAU EXCELENCIA SOCIAL FC ACOES	06.215.101/0001-66	R\$ 103.590.626
ITAU UNIBANCO SA	ITAU GOVERNANCA CORPORATIVA ACOES FI	07.686.680/0001-98	R\$ 57.096.250
ITAU UNIBANCO SA	ITAU MOMENTO ESG ACOES FC	37.802.039/0001-32	R\$ 34.498.210
ITAU UNIBANCO SA	ITAU MOMENTO ESG ACOES FI	37.802.092/0001-33	R\$ 36.824.742
ITAU UNIBANCO SA	ITAU PRIV EXCELENCIA SOCIAL ACOES FICFI	07.707.678/0001-58	R\$ 12.689.899
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG FC FIA	35.956.906/0001-69	R\$ 47.532.090
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG FC FIA - FEEDER I	35.400.140/0001-31	R\$ 9.772.693
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST ADV FC FIA	36.352.690/0001-95	R\$ 17.450.715
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST FC FIA - FEEDER VII	38.377.424/0001-42	R\$ 5.183.025
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INST MASTER FIA	36.352.709/0001-01	R\$ 26.577.934
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG INSTITUCIONAL FC FIA	37.888.003/0001-13	R\$ 3.906.691
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	JGP ESG MASTER FIA	35.400.868/0001-63	R\$ 330.157.448
ITAU UNIBANCO SA	JGP ESG SELECAO FC FIA	38.267.982/0001-55	R\$ 5.301.918
SAFRA	SAFRA ESTRATEGIA ASG FC FIA	36.976.858/0001-33	R\$ 30.195.760
SAFRA	SAFRA ESTRATEGIA ASG MASTER FIA	36.976.907/0001-38	R\$ 89.027.950
SAFRA	SAFRA ESTRATEGIA ASG V FC FIA	36.986.455/0001-75	R\$ 37.226.371
SAFRA	SAFRA IMPACTO ASG FC FIA	37.093.816/0001-17	R\$ 21.761.950
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	SANT ETHICAL ACOES SUSTENT SPECIAL FC FI	04.616.277/0001-02	R\$ 128.270.800
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	SANTANDER ETHICAL ACOES SUST FI	04.736.006/0001-82	R\$ 163.702.139
VITREO GESTÃO DE RECURSOS LTDA	VITREO FOF ESG CARBO NEUTRO FIC FI ACOES	37.978.226/0001-71	R\$ 7.572.840
WESTERN ASSET	WA ACOES SUSTENT EMPRESARIAL FIC DE FI	29.413.945/0001-17	R\$ 20.033.287
WESTERN ASSET	WA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL FIA	09.087.500/0001-87	R\$ 19.997.013