

## ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE: uma análise das narrativas dos setores público e privado sobre os investimentos ESG

ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE: an analysis of public and private  
sector narratives about ESG investments

Recebido em	14/11/2022
Aprovado em	17/11/2022

Ana Elizabeth Neirão Reymão<sup>1</sup>  
Ligia Henriques Begot<sup>2</sup>  
Mário Ramos Ribeiro<sup>3</sup>

### RESUMO

---

O Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) é um conceito amplo, empregado em diversos setores da sociedade. Esse artigo busca identificar as semelhanças e diferenças entre os olhares do público e do privado sobre os investimentos ESG. No presente estudo, o cenário é o mercado financeiro de ativos ESG e os setores público e privado - a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Chartered Financial Analyst Institute (CFA), respectivamente. Metodologicamente, foi realizado um estudo exploratório com revisão narrativa da literatura. Foram observadas diversas semelhanças entre os setores, principalmente quanto ao conceito e às perspectivas de interesse a investimentos ESG entre os investidores. O setor privado apontou a falta de informação e/ou clareza em indicadores ESG como um dos pontos de menor atratividade desse tipo de investimento. Nas divergências principais encontram-se que o setor público tem maior foco nos fatores ESG dos investimentos, mais propenso em retornos em médio ou longo prazo. Enquanto, o setor privado enfatizou retornos de curto prazo e na necessidade de buscar ferramentas que atraíam os investidores que costumemente investiriam apenas em portfólios mais tradicionais. Conclui-se que o mercado de investimentos ESG exemplifica um mercado de informações assimétricas, problema do agente-principal, seleção adversa e risco moral. Superar esses problemas para o aperfeiçoamento da agenda ESG pode contribuir para a efetivação do direito ao desenvolvimento.

**Palavras-chave:** Mercado de capitais; ESG; investimentos; público; privado.

---

<sup>1</sup> Economista (UFPA), Doutora em Ciências Sociais (UnB), Mestre em Economia (UNICAMP). Professora do Programa de Pós-Graduação em Direito, Políticas Públicas e Desenvolvimento (PPGD) do CESUPA. Professora da Faculdade de Economia da UFPA. Líder do grupo de pesquisas CNPq MinAmazônia (Políticas públicas e ODS na Amazônia).

<sup>2</sup> Economista (UFPA) e doutora em Desenvolvimento pela Universidade Federal do Pará (UFPA).

<sup>3</sup> Doutor em Economia pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (USP-1994). Especialista em Teoria Econômica Aplicada pela Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL-1982). Professor de Economia na Universidade Federal do Pará (UFPA).

## ABSTRACT

---

Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) is a broad concept used in various sectors of society. This paper seeks to identify the similarities and differences between the public and private perspectives on ESG investments. In the study, the setting is the financial market for ESG assets and the public and private sectors - the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) and the Chartered Financial Analyst Institute (CFA), respectively. Methodologically, an exploratory study with a narrative literature review was conducted. Several similarities between the sectors were observed, mainly regarding the concept and perspectives of interest to ESG investments among investors. The private sector pointed out the lack of information and/or clarity in ESG indicators as one of the least attractive points of this type of investment. The main differences are that the public sector is more focused on the ESG factors of the investments, more prone to medium or long term returns. Meanwhile, the private sector emphasized short-term returns and the need to seek tools that would attract investors who would normally only invest in more traditional portfolios. It is concluded that the ESG investment market exemplifies an asymmetric information market, principal-agent problem, adverse selection and moral hazard. These problems can be overcome in order to improve the ESG agenda and contribute to the realization of the right to development.

**Keywords:** Capital market; ESG; investments; public; private.

## 1 INTRODUÇÃO

As mudanças climáticas decorrem de práticas predatórias de ações humanas, fundadas em um modelo de crescimento exponencial da produção e de consumo de recursos que não é sustentável nem econômica, nem ambientalmente, nem socialmente. O combate à crise climática é urgente e todos somos por ela impactados. Porém, essas mudanças atingem de maneira desproporcional a população mais pobre de diversas regiões do mundo, a mais vulnerável (TUCKER et al., 2015). Em consequência, tem-se uma clara violação do que estabelece o artigo 1º da Declaração sobre o Direito ao Desenvolvimento da Organização das Nações Unidas (ONU), que em 1986 assinalou o desenvolvimento como um direito humano inalienável, devendo todas as pessoas e povos desfrutarem dos avanços do crescimento econômico.

Preocupado com essas questões, mais recentemente, em 2004, emergiu o tema Environmental, Social and Corporate Governance (ESG), ou Ambiental, Social e Governança Corporativa (ASG). Esse conceito foi apresentado no Pacto Global (ONU), em parceria com o Banco Mundial, na publicação *Who Cares Wins*, como aquele que faz a integração de fatores sociais, ambientais e de governança em empresas, assim como nos mercados de capitais. Nesse mesmo período, o relatório Freshfield mostrou a importância da aplicação dos fatores ESG na avaliação financeira e a ascensão de ativos caracterizados pelos

Princípios do Investimento Responsável (PRI) (PACTO GLOBAL; STILINGUE, 2021).

O surgimento de ativos ESG provém da demanda por investimentos que se preocupem ou levem em conta as causas ambientais, sociais e de governança. A ascensão do discurso da sustentabilidade em meios corporativos é uma das justificativas para o crescente protagonismo dos ativos ESG. A sustentabilidade como um discurso tem apresentado constante presença e crescimento de popularidade, seja na comunidade científica como na sociedade. A pandemia de covid-19 e agendas internacionais, como a 26ª Conferência das Nações Unidas sobre Mudança Climática (Conferência das Partes – COP26)<sup>4</sup>, ocorrida em novembro de 2021, com a participação de quase 200 países, são algumas evidências da orientação de compromissos globais a essa temática (BOFFO; PATALANO, 2020).

A COP26 apresentou, dentre os seus principais pontos, a solicitação de que os governos antecipassem os prazos para a redução de emissões, assim como os países participantes deveriam reportar o seu progresso, referente a ações climáticas, na COP27 que ocorrerá no Egito (NEHRING et al., 2021). Outro resultado importante é que cerca de 500 empresas de serviços financeiros globais concordaram em levantar US\$ 130 trilhões - cerca de 40% dos ativos financeiros mundiais – para alcançar as metas estabelecidas no Acordo de Paris, incluindo limitar o aquecimento global a 1.5 grau Celsius. Para o financiamento referente à ação climática, houve a recomendação de alçar valores para além dos US\$100 bilhões anuais propostos no Acordo de Paris (QUIÑONES, 2021).

A pandemia de covid-19 reiterou e enfatizou mais a discussão de investimentos sustentáveis – sociedade, governos, indústria e mercado de capitais como agentes de uma efetiva sustentabilidade na tríade ambiental, econômica e social - colocando como prioridade aqueles voltados à descarbonização, diminuição da desigualdade social, diminuição do desmatamento e justiça climática (LIMA, 2021). Em paralelo, à medida que um número crescente de instituições investidoras e fundos incorporaram vários investimentos ambientais, sociais e de governança, a partir da abordagem ESG, as formas de financiamento sustentável aumentaram expressivamente nos últimos anos, destacam Boffo e Patalano (2020).

Há, inclusive, o reconhecimento de que a produtividade, tão indispensável aos ambientes privados, é afetada positivamente por ações comprometidas com questões sociais e econômicas, ou seja, fatores ESG (PAVLOVA; BOYRIED, 2022). Diversos autores

---

<sup>4</sup> A Conferência das Partes (COP) é um evento bianual. A COP26 foi realizada entre 1 e 12 de novembro de 2021 na cidade de Glasgow, na Escócia, tendo a participação de quase 200 países. Deveria ter sido realizada em 2020 foi adiado em função da pandemia de covid-19 (QUIÑONES, 2021).

apontam que a inclusão de práticas ESG em diferentes setores da economia representa benefícios à sociedade (BOFFO; PATALANO, 2020; ABRAMOVAY et al., 2021). E ainda: há evidências, como as apontadas por Pavlova e Boyrie (2021) de que os investimentos de impacto, como os de fundos com critérios ESG, apresentam bom desempenho econômico e rapidamente ganham proeminência no mercado organizacional mundialmente.

A parcela de investimentos ESG tem aumentado, fato que até pouco tempo era quase hipotético, e presentemente esses produtos financeiros são cada vez mais lançados no mercado mundial e brasileiro, incluindo investidores grandes e pequenos (BONINI; GÖRNER, 2011; ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020; BERTÃO, 2021). Por outro lado, surgiu um “desentendimento” de concepção entre os diferentes setores da sociedade sobre os investimentos ESG. Embora a integração de formas de financiamento sustentável seja um desenvolvimento bem-vindo, a terminologia e as práticas associadas ao investimento em ESG variam consideravelmente, e estas diferenças presentes estão no foco do presente estudo.

Esse artigo busca, então, identificar as semelhanças e diferenças entre os olhares do público e do privado sobre os esses investimentos. O questionamento central é: quais as semelhanças e diferenças entre as narrativas sobre os investimentos ESG nos setores público e privado?

A menor frequência de trabalhos acadêmicos com a temática ESG em língua portuguesa, em especial referentes à discussão conjunta entre os setores privado e público, tornou-se uma motivação para a realização dessa pesquisa. Outro ponto de motivação é a notoriedade da temática no mercado de capitais, uma reivindicação social que está sendo incorporada, ao menos, à discussão nos ambientes corporativos.

O presente estudo tem como intuito colaborar significativamente para a produção acadêmica e didática, em especial sobre a análise dos contrapontos entre as diferentes concepções da temática ESG. Com essa finalidade, apresenta-se resultados e análises partindo-se do questionamento central desse artigo, o consequente alcance dos objetivos desse artigo, unindo essa metodologia, a fim de produzir argumentação a uma temática ainda com produção em crescimento no ambiente acadêmico em português (RAJÃO, 2021). Por fim, prevê-se que esse artigo fomente a produção de mais estudos, para a promulgação de ações e convergências positivas entre os diferentes setores que viabilizem ações concretas, além do ambiente corporativo e/ou mercado de ações, e à sociedade e ao meio ambiente.

Como parte essencial para a construção científica, a metodologia é atrelada à cadência de reflexão baseada em evidências, permitindo a construção de uma conjectura

baseada em fatos que possibilite a outros repeti-la e somar futuramente à ciência (DEMO, 1985). Nesse artigo foi realizada uma pesquisa exploratória, descrita pela busca por informações a respeito de certo assunto e, conforme Gil (2002), esse tipo de pesquisa causa maior familiaridade com o problema de pesquisa – pois, é flexível e permite o refinamento de ideias e a construção de inferências. A metodologia utilizada consistiu em um estudo exploratório por meio da revisão narrativa da literatura, de abordagem qualitativa.

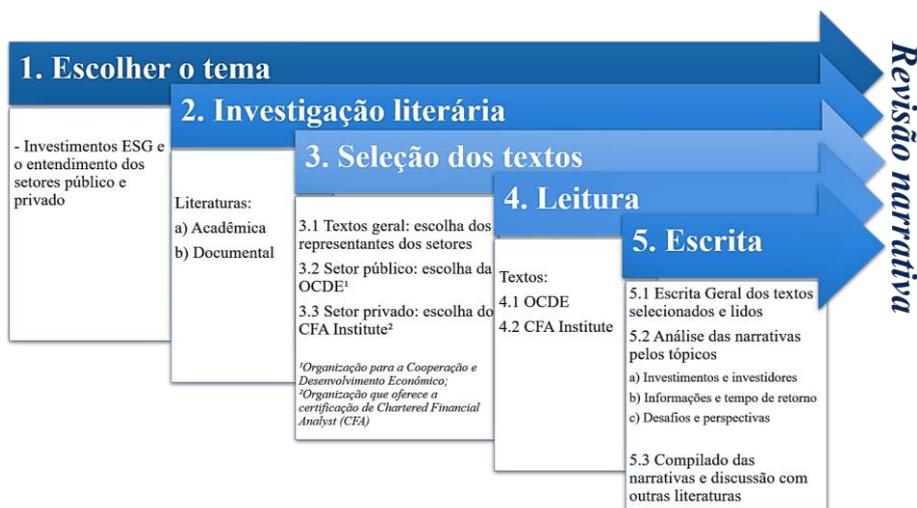
As revisões narrativas informam as fontes de informação e o critério de seleção de busca de forma mais ampla, de acordo com o autor da pesquisa. Elas são basicamente pesquisas e análises da literatura publicadas em livros, artigos de revista impressas ou digitais, baseadas na interpretação e análise crítica do autor (CORDEIRO et al, 2007; CRONIN; RYAN; COUGHLAN, 2008). Cordeiro et al. (2007) descrevem a revisão narrativa como um tipo de revisão de literatura que, sendo um procedimento com maior liberdade de coleta, não ordena um protocolo rígido - o que não significa que não há critério de coleta, mas sim que o autor tem a liberdade de escolha a fim de apresentar ao leitor inferências e sínteses narrativas sobre a temática estudada.

Cronin, Ryan e Coughlan (2008) classificam-na, igualmente, como a menos rigorosa e abrangente na coleta dos dados, e tem o foco em oferecer "sínteses" que permitam compilar distintas narrativas, fornecendo ao leitor um resultado mais compreensivo. Eles descrevem a revisão narrativa da literatura como:

(...)... tipo de revisão crítica e resume um corpo de literatura e gera conclusões sobre o tema em questão. O corpo da literatura é composto pelos estudos relevantes e conhecimentos que abordam a área temática. É tipicamente seletivo no material que utiliza, embora os critérios de selecionar fontes específicas para revisão nem sempre são aparentes ao leitor. Este tipo de revisão é útil para reunir um volume de literatura em uma área temática específica e resumindo e sintetizando. Seu objetivo principal é fornecer ao leitor uma base abrangente para entender o atual conhecimento e destacando a importância de novas pesquisas. (CRONIN; RYAN; COUGHLAN, 2008, p. 38, tradução livre).

Ainda por Cronin, Ryan e Coughlan (2008) as etapas para a revisão narrativa são: i) escolher o tema; ii) investigação literária; iii) seleção; iv) leitura; v) escrita; por último, vi) referências bibliográficas. No presente trabalho, as etapas são visualizadas no esquema a seguir (Figura 1).

Figura 1. Etapas da pesquisa nesse artigo, a partir de Cronin, Ryan e Coughlan (2008).



Fonte: elaboração própria.

Neste artigo, denomina-se de setor público aquele que configura a sociedade em organização não privada, representado pelas diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), tradução de Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). Na OCDE, o Brasil é, desde 1994, um engajado. Em 2007 tornou-se um parceiro-chave, o que proporcionou ao país a possibilidade de participar dos diferentes órgãos da Organização, aderindo aos seus instrumentos legais, além de ser convidado, desde 1999, a fazer parte de todas as reuniões Ministeriais. Na data de 25 de janeiro de 2022, o Brasil iniciou as discussões para adesão à organização (A OCDE..., 2022). A escolha, a partir dos documentos, da OCDE a representar o setor institucional é justamente pela referência que essa organização detém perante os setores governamentais, alinhados prioritariamente às questões sociais, ambientais e de governança.

O outro setor é o da iniciativa privada, representado nesse trabalho principalmente pelos documentos provenientes do Chartered Financial Analyst Institute (CFA). O Instituto CFA é uma associação global de profissionais de investimento, criada posteriormente ao CFA, que se trata de reconhecida certificação. A CFA foi criada em 1963 com o intuito de elevar os padrões da gestão de investimentos, com reconhecimento e aumento da credibilidade de clientes e do mercado. A Certificação CFA se dá pela aprovação: o profissional alia conteúdos acadêmicos e mercadológicos, habilitando para a gestão de

investimentos e análise financeira (PINTO, 2020). A escolha para a representação do setor privado do mercado financeiro pela CFA é por seu destaque nesse órgão em relação a esse setor em nível nacional e mundial.

Discutindo essas questões, o presente artigo está estruturado em quatro partes principais, além das referências. Essa introdução, com a motivação da pesquisa, problema, objetivos, justificativa e metodologia. A segunda parte, referente à ESG, exibindo o histórico desse conceito, exemplos, critérios e uma breve conceituação sobre o greenwashing. Posteriormente, as narrativas dos setores público e privado sobre os investimentos ESG, assim como um compilado e discussão geral sobre os achados e à teoria econômica. Por último, são apresentadas as considerações finais acerca dos resultados obtidos e análises efetuadas.

## 2 ENVIROMENTAL, SOCIAL AND GOVERNMENT (ESG)

A sustentabilidade é um assunto debatido há décadas. Desenvolvimento sustentável<sup>5</sup> é uma designação abrangente, presente desde os anos 1960, e vem se estabelecendo em diferentes setores da economia como uma prática ambiental, social e econômica, seja na sociedade civil, governos e empresas (BONINI; GÖRNER, 2011; CLARK; FEINER; VIEHS, 2015; ALSHEHHI; NOBANEE; KHARE, 2018; PACTO GLOBAL; STILINGUE, 2021). Logo, a inclusão desse conceito em meios corporativos, e não diferente, no mercado financeiro é cada vez mais imperativo. Nesse contexto, e a seguir mais bem explicado, surge e situa-se o ESG. A presente seção discorre sobre o surgimento do conceito, caracterização e aspectos futuros dessa temática.

### 2.1 HISTÓRICO E CONCEITO

O conceito de Investimento Socialmente Responsável (SRI) surgiu no início do século XX, correspondendo a investimentos éticos com foco em questões sociais, e tem sido gradualmente difundido por investidores que valorizam o retorno social, como explica Nakajima (2021). Nos anos 1990, com o avanço da globalização, a economia de mercado desencadeou a ascensão de grandes empresas multinacionais e o rápido crescimento dos

---

<sup>5</sup> "Desenvolvimento que é capaz de garantir as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras atenderem comprometer a capacidade das gerações futuras atenderem também às suas". (Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, CMMAD, 1988, p. 9). O conceito popularizado de Desenvolvimento Sustentável foi delimitado pelo *Our common future*, manuscrito publicado pela Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMAD) de 1987; e, em 1988 publicado no Brasil com o título de *Nosso futuro comum*. (CMMAD, 1988 *apud* SCOTTO; CARVALHO; GUIMARÃES, 2010).

países emergentes. Em 1992, foi adotada a Agenda 21 durante a Cúpula da Terra, realizada pela ONU no Rio de Janeiro (ECO92), consistindo em um plano de ação que países e organizações internacionais relevantes executam para alcançar o desenvolvimento sustentável no século XXI.

Em 1994, foi proposto pela autoridade mundial em responsabilidade corporativa e desenvolvimento sustentável, John Brett Elkington, um “triple bottom line” que avaliava o desempenho das corporações nos eixos econômico, ambiental e social (RAJÃO, 2021). Ainda na década de 1990, o conceito de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) se generalizou mundialmente. Campanhas de boicote foram realizadas para levar as empresas globais a corrigir problemas sociais – tais como: trabalhos infantil e forçado, assédio sexual, dentre outros que ocorriam em fábricas subcontratadas no exterior. Como resultado, muitos investidores passaram a considerar a avaliação não-financeira de RSC de uma corporação (NAKAJIMA, 2021).

O ESG surgiu desses contextos, representado por eventos interdisciplinares como, por exemplo, a ECO92, a Agenda 2030<sup>6</sup>, além da mais atual COP26. A demanda da sociedade por empresas com mais sustentabilidade não difere da pressão por um mercado de capitais que engloba eixos de sustentabilidade, diminuição de desigualdades sociais, questões de gêneros, acessibilidade e afins. A denominação Environmental, Social and Governance (ESG) é portanto, descrita desse modo, em 2004, a partir de uma provocação do secretário-geral da ONU, Kofi Annan, à 50 CEOs de grandes instituições financeiras, integrando questões ambientais, sociais e de governança – constituído por demandas sociais, culturais e, conseqüentemente, econômicas muito anteriores aos anos 2000, no entanto consolidadas mais atualmente (PACTO GLOBAL; STILINGUE, 2021). A Figura 2 mostra alguns exemplos gerais ligados às dimensões de ESG.

---

<sup>6</sup> Agenda 2030 é um plano de ação global, firmado no ano de 2015 pelos 193 Estado-membros da ONU, tendo como compromisso as medidas contidas na publicação “Transformando o Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável” no período de 15 anos, ou seja, entre 2016-2030, composta por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e 169 metas, integrando a tríade – desenvolvimento sustentável – social, ambiental e econômica – direcionados aos governos, sociedade civil e setores privados (ODS, 2021).

Figura 2. Dimensões de *Environmental, Social and Governance*, com exemplos



Fonte: elaboração própria a partir de Bassen e Kovács (2008); Clark, Feiner e Viehs (2018); Matos (2020) e Ulrich (2016) todos citados por Bezerra (2021).

O ESG representa em uma empresa sua sustentabilidade, embora não reflita diretamente em suas informações financeiras. Em investimentos tradicionais são utilizados como critérios de investimentos indicadores baseados em informações financeiras como relação preço-valor contábil, relação preço-lucro, retorno sobre o patrimônio líquido e fluxo de caixa futuro esperado. Por sua vez, em investimentos ESG as informações sobre a atuação da empresa em aspectos ambientais, sociais e de governança não são demonstradas por essas informações financeiras tradicionais, muitas vezes estão em outras bases de dados dispostos por essa empresa e que devem ser considerados para a tomada de decisão (NAKAJIMA, 2021).

Ainda conforme Nakajima (2021), a filosofia ESG de uma empresa é essencial para seu crescimento a longo prazo; portanto, muitas empresas divulgam proativamente informações sobre suas várias abordagens de questões ESG por meio de seus relatórios anuais, relatórios integrados, relatórios de responsabilidade social corporativa, relatórios ambientais, relatórios de sustentabilidade e seus sites. A Figura 3 resume os pontos centrais referentes da tríade (meio ambiente, social e governança) preceituada pelo ESG e alguns exemplos aplicados em ambiente corporativo.

Figura 3. Referências e exemplos gerais de *Environmental, Social and Governance* (ESG)



Fonte: elaboração própria a partir de Rajão (2021) e Nakajima (2021).

### 2.1.1 INVESTIMENTOS ESG

Como se espera que o investimento ESG desempenhe um papel social, ele pode ser definido como um investimento socialmente responsável (SRI). Em outras palavras, o investimento ESG visa tanto retorno financeiro quanto social. Esse retorno social é um diferencial decisivo em relação aos investimentos tradicionais. No entanto, o objetivo principal do SRI dos investidores não era obter retorno financeiro, mas sim contribuir para a redução dos custos externos e o aumento dos lucros externos, motivados pela ética religiosa e pelos movimentos sociais. Em outras palavras, pode ser considerado como um movimento social dos acionistas (NAKAJIMA, 2021).

Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) criados em 2006 foram disseminados na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), com base na noção de que o desempenho das carteiras de investimento pode ser afetado por questões ESG. Esses princípios desde então colaboraram para que o investimento ESG se tornasse foco de atenção em termos de retorno financeiro, e os investidores institucionais vêm ampliando sua participação nos investimentos ESG. Nesse aspecto, o investimento ESG é distintamente diferente do SRI anterior, cujo objetivo principal é o movimento social. O PRI continuou a

crescer de forma consistente desde sua criação em 2006. De 30 de março de 2006 a 30 de março de 2020, o número de signatários aumentou de 63 para 3.038, e os ativos sob gestão aumentaram de 6,5 trilhões de dólares para 103,4 trilhões de dólares (NAKAJIMA, 2021, p. 4). O PRI consiste em seis passos:

1. Incorporaremos questões ESG na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão.
2. Seremos proprietários ativos e incorporaremos questões ESG em nossas políticas e práticas de propriedade.
3. Buscaremos a divulgação apropriada sobre questões ESG pelas entidades em que investimos.
4. Promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios no setor de investimentos.
5. Trabalharemos juntos para aumentar nossa eficácia na implementação dos Princípios.
6. Cada um de nós relatará nossas atividades e progresso na implementação dos Princípios (NAKAJIMA, 2021, p. 28).

Os investimentos ESG têm crescido em todo o mundo. Nakajima (2021) cita que na Austrália e na Nova Zelândia o crescimento tem sido constante, ainda que investimentos ESG não tenham crescido na mesma proporção dos demais tipos de investimento. A proporção do investimento ESG em relação ao investimento total nesta região ultrapassou 60% em 2018. A participação global foi de 2,4%, o que não foi grande (p. 4).

O entendimento e a aplicabilidade de critérios ESG pelas empresas brasileiras é, cada vez mais, uma realidade. Atuar de acordo com padrões ESG amplia a competitividade do setor empresarial, seja no mercado interno ou no exterior. No mundo atual, no qual as empresas são acompanhadas de perto pelos seus diversos stakeholders, ESG é a indicação de solidez, custos mais baixos, melhor reputação e maior resiliência em meio às incertezas e vulnerabilidades (PACTO GLOBAL; STILINGUE, 2021).

Um assunto que é apontado ao se falar sobre o ESG é o Greenwashing, que significa em uma tradução livre “lavagem verde”. Em outras palavras, corresponde a práticas que camuflam práticas socioambientais nocivas, reconhecidas por práticas falaciosas, ou ainda as corporações que mascaram uma realidade promovendo uma empresa nos moldes ESG apenas ficticiamente. Por exemplo, empresas que afirmam respeitar seu trabalhador, mas na realidade não respeitam os Direitos trabalhistas (questões sociais); que compram de fornecedores sem boas práticas naturais (questões ambientais) ou ainda empresas envolvidas em corrupção (questões de governança). Outros termos também surgem como sinônimos como o whitewashing (“lavagem branca”), essa empregada no mercado de capitais, traduzindo-se por: branqueamento de capitais ou lavagem.

O Greenwashing pode ocorrer em organizações públicas ou privadas quando tais mentem sobre sua política ambiental, em função da promoção de seu produto ou serviço na

intenção do lucro ou de “aparência” à sociedade. Portanto é uma prática que deve ser combatida, e a principal ferramenta é a transparência nas informações (PAVIANI, 2019; GOMIERO, 2021).

### 3 NARRATIVAS DOS SETORES PÚBLICO E PRIVADO

Para identificar as semelhanças e diferenças das abordagens do setor público e do setor privado sobre esses investimentos, escolheu-se analisar as diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e os documentos do Instituto CFA (Chartered Financial Analyst Institute), como explicado na introdução.

#### 3.1 INVESTIMENTOS E INVESTIDORES

As perspectivas entre o setor público e privado são apresentadas a seguir. Primeiramente o setor público, por meio de Boffo e Patalano (2020) autores do ESG Investing: Practices, Progress and Challenges OCDE, os quais explicam que os investimentos ESG são aqueles que buscam incorporar fatores ambientais, sociais e de governança na alocação de ativos e decisões de risco, de modo a gerar retornos financeiros sustentáveis e de longo prazo. Esses autores enfatizam que os investimentos ESG evoluíram bastante nos últimos anos, justamente por uma alta na demanda por parte dos investidores.

Boffo e Patalano (2020) relatam que ao longo dos últimos anos uma atenção considerável tem sido dada aos critérios ESG e investimentos, devido em parte a pelo menos três fatores: i) estudos recentes da indústria e acadêmicos sugerem que investimento ESG pode ajudar a melhorar a gestão de risco e levar a retornos que não são inferiores aos retornos dos investimentos financeiros tradicionais; ii) crescente atenção da sociedade para os riscos das mudanças climáticas e aos benefícios de padrões socioambientais globalmente aceitos, a necessidade de diversidade e inclusão no local de trabalho e nos conselhos; e iii) impulso crescente para corporações e instituições financeiras se afastarem de perspectivas de curto prazo de riscos e retornos buscando sustentabilidade de longo prazo no desempenho do investimento.

Não diferente, o setor privado ressalta, assim como o setor público, que investir em ESG não é um fenômeno novo. Hayat e Orsah (2015), em publicação da CFA, apontam a ascensão dos investimentos ESG e o aumento do interesse dos investidores a essa temática no setor privado. As questões ambientais, sociais e de governança tornam-se cada vez mais relevantes na percepção do público sobre investimentos. Os investidores há muito consideram

ESG na análise fundamental de investimentos (avaliação do risco de reputação, desenvolvimentos regulatórios ou megatendências como o envelhecimento da população).

Seja na narrativa do setor público como privado, a atração crescente de investidores a investimentos ESG inclui o interesse do setor público, dentre esses os bancos centrais, expressando apoio a economias “mais verdes” e de baixo carbono. Numerosos bancos centrais em economias de mercado avançadas e emergentes se comprometeram a integrar ESG às práticas de avaliação e investimento em algumas de suas responsabilidades, como gestão de reservas e práticas de supervisão, incluindo testes de estresse.

### 3.2 INFORMAÇÕES E TEMPO DE RETORNO

O setor público, a respeito da necessidade da transparência nas informações de ESG, aponta a ausência de indicadores confiáveis e transparentes a respeito desses ativos, que demonstrem aos investidores as questões sobre meio ambiente, aspectos sociais e governança. Esse setor destaca que a divulgação ESG está ganhando aceitação, ainda que na ausência de mensurações mais óbvias, pois tornam-se uma ferramenta útil para que as empresas comuniquem suas práticas socialmente responsáveis para investidores que buscam avaliar o potencial de retornos sociais de forma consistente em todas as empresas e ao longo do tempo. O investimento ESG se comporta como uma abordagem de investimento que busca incorporar maiores e mais consistentes informações sobre desenvolvimentos ambientais, sociais e de governança relevantes, riscos e oportunidades, nas decisões de alocação de ativos e gestão de riscos, de modo a gerar retornos financeiros de longo prazo.

Outro foco importante nesse setor é o longo prazo para os retornos. Boffo e Patalano (2020) enfatizam entre os fatores de longo prazo que os investimentos ESG visam uma melhor gestão de risco com melhores retornos da carteira, e refletem os valores do investidor e beneficiário em uma estratégia de investimento, com investimentos mais éticos ou de impacto, em que os retornos financeiros não são o foco principal do objetivo dos investidores.

Por outro lado, o setor privado alerta que as questões ESG não se encaixam bem no investimento de curto prazo. Hayat e Orsagh (2015) elencam as razões e práticas estruturais que causam o curto prazo nos mercados financeiros, principalmente incentivos financeiros e culturais. As questões ESG não se encaixam bem no curto prazo porque tendem a afetar o desempenho financeiro em períodos mais longos. Por exemplo, é mais provável que a má governança de uma grande empresa afete a empresa a longo prazo do que no próximo trimestre. Também por essa razão algumas análises ESG também são incorporadas a

estruturas analíticas tradicionais, como as Cinco Forças de Porter<sup>7</sup>. Análises modernas de ESG referem-se a uma consideração sistemática mais profunda, além da análise fundamentalista tradicional e as questões ESG permanecem relevantes durante todo o processo de investimento - desde a análise inicial até a compra.

O setor privado também enfatiza a necessidade da transparência nas informações de ESG. A ausência de informações é apontada como fator crítico no desempenho financeiro dos investimentos e a capacidade do investidor em identificar os direcionadores de risco e retorno esperados dos investimentos.

Até que ponto a abordagem ESG incorpora informações financeiras relevantes para o futuro nas expectativas de retornos e riscos, e até que ponto pode ajudar a gerar retornos superiores de longo prazo, ainda são dados escassos. Ou seja, há ausência de informações ou ainda mensurações não transparentes. Assim como questões difíceis de mensurar em termos monetários e que não fazem parte das métricas financeiras tradicionais também afetam o risco e o retorno dos investimentos – às vezes, de forma decisiva (CFA INSTITUTE..., 2021).

O incentivo a investimentos ESG provém de diversas justificativas. No eixo ambiental, riscos proporcionados por mudanças climáticas significam que as fontes de energia intensivas em carbono enfrentam (devem enfrentar) mais regulamentação e tributação. As futuras regulamentações sobre mudanças climáticas provavelmente afetarão muitos setores, incluindo aqueles fora das indústrias intensivas em carbono – mais proeminentemente, seguros. Quanto a aspectos sociais, notícias de um histórico de saúde e segurança ruim ou práticas trabalhistas opressivas podem prejudicar a reputação de uma empresa e, portanto, sua lucratividade. Da mesma forma, tendências sociais, como uma crescente preocupação com a obesidade, provavelmente afetarão as perspectivas de longo prazo de setores como o de alimentos. A governança tende a permanecer relevante, historicamente, entre as questões ESG. A governança corporativa tem sido a mais abordada nos currículos de negócios e finanças e na pesquisa e análise de investimentos.

Hayat e Orsah (2015), ao entrevistarem investidores, salientam que as questões de governança surgem como a principal preocupação. Seguida pelos aspectos sociais (por exemplo, capital humano) e ambientais (por exemplo, degradação ambiental), estas questões aparecem entre os pontos de avaliação dentre os entrevistados na escolha de investimentos.

---

<sup>7</sup> Análise proposta em 1979 por Michael Porter em “Como as forças competitivas moldam a estratégia”, nesse modelo é considerado que há uma força central e outras quatro, que impactam a central de formas diferentes: 1. Como é a rivalidade entre os concorrentes? 2. Quais são os produtos e serviços substitutos? 3. Qual é o poder de barganha dos fornecedores? 4. Como evitar/atrapalhar a entrada de novos concorrentes? 5. Qual é o poder de barganha dos clientes? (NAKAGAWA, 2020).

Boffo e Patalano (2020), ao observar o setor público, apontam que investidores do setor público como os do varejo representam um perfil que tem o propósito de incorporar melhor os riscos e as oportunidades financeiras de longo prazo em seus processos de tomada de decisão de investimento para gerar valor a longo prazo. Há uma demanda crescente por esses tipos de investidores para melhorar o alinhamento de seus portfólios com valores sociais, como relacionados à desaceleração das mudanças climáticas, melhorando práticas socialmente justas e garantindo altos padrões de governança corporativa.

Alguns investidores, destacam Boffo e Patalano (2020), procuram aumentar a sustentabilidade dos retornos de longo prazo e outros podem querer incorporar mais alinhamento formalizado com os valores sociais. Em ambos os casos há evidências crescentes de que a sustentabilidade de finanças deve incorporar fatores externos mais amplos para maximizar retornos e lucros a longo prazo, enquanto reduz a propensão a controvérsias que corroem a confiança das partes interessadas. Hayat e Orsah (2015) explicam que há dois tipos gerais de investidores, conforme sua avaliação: investidores motivados pelo valor e investidores motivados por questões ESG. De todo modo, a prática de considerar questões ESG ao investir evoluiu significativamente.

### 3.3 DESAFIOS E PERSPECTIVAS

A questão da informação, explicada no tópico anterior, é um dos principais desafios para aumentar a atratividade dos investimentos ESG. As classificações ESG possuem ampla variação de um provedor ESG para outro. Há diferentes metodologias utilizadas, implicando que, se os investidores estiverem usando e confiando em diferentes provedores de serviços, as entradas de pontuação que moldam a seleção e a ponderação dos títulos podem ser orientadas pela escolha do provedor de classificação. Embora os mercados financeiros estejam se mostrando ágeis em responder à demanda dos investidores de forma transparente e orientada para o cliente, ainda há grande avanço a ser realizado.

Boffo e Patalano (2020) reconhecem como desafios ao avanço no investimento sustentável pontos relacionados a: (i) garantir relevância e consistência nas estruturas de relatórios para divulgação de ESG; (ii) opacidade dos elementos subjetivos da pontuação ESG; (iii) melhorar o alinhamento com a materialidade e o desempenho; (iv) superação do viés de mercado; (v) transparência do alinhamento dos produtos ESG com os objetivos de finanças sustentáveis dos investidores relacionados ao retorno financeiro e social; e, (vi) engajamento público e regulatório.

Ainda pelo setor público, Boffo e Patalano (2020) identificam a concentração de ativos associada à inclinação de carteiras para emissores ESG de alta pontuação, o que pode afetar a volatilidade, os retornos ajustados ao risco e risco de saque. Os resultados são consistentes com a teoria do portfólio, porém a análise do risco de rebaixamento máximo mostrou que as carteiras ESG têm um risco de rebaixamento menor quando comparadas às carteiras não ESG. Iniciativas regulatórias relacionadas a finanças sustentáveis, e ESG em particular, abrangem tópicos como taxonomia e divulgação sobre emissores, produtos de fundos ESG e agências de classificação e benchmarks.

O setor privado aponta que há desafios importantes a enfrentar para a prática em investir em ESG. Um desafio óbvio e estrutural, que não é exclusivo das considerações ESG, é o curto prazo nos mercados financeiros (HAYAT; ORSAGH, 2015). Ainda, o setor privado pontua o papel dos diversos bancos centrais em economias de mercado avançadas e emergentes que se comprometeram a integrar ESG. À luz da crescente demanda, o setor financeiro está criando mais produtos e serviços relacionados a classificações, índices e fundos ESG. Multiplicaram-se as empresas que se autodenominam provedores de classificação ESG. Assim como o número de índices ESG, fundos de ações e renda fixa estão agora na casa das muitas centenas e continuam a se expandir (HAYAT; ORSAH, 2015; BOFFO; PATALANO; 2020). Novamente há um consenso nesse pensamento entre o público e o privado.

Boffo e Patalano (2020) advertem a dificuldade em informar os investidores por meio de métricas consistentes que se alinham com a materialidade financeira, de modo a permitir que os participantes do mercado façam investimentos e decisões de acordo com seus objetivos de investimento e tolerância ao risco. Os autores evidenciam que são necessários mais esforços para fortalecer as práticas ESG para que sejam consistentes e comparáveis no nível global, envolvendo formuladores de políticas, o setor financeiro, investidores finais e outras partes interessadas que estão ajudando a moldar as práticas ESG. Para garantir mais progressos em ESG, melhorar a confiança dos investidores no instrumento e reduzir o risco de fragmentação do mercado, há espaço para a OCDE facilitar a conscientização e discussão de desafios e soluções relacionados ao investimento ESG, incluindo a necessidade de orientação sobre melhorar a consistência e transparência, alinhamento com a materialidade, frameworks e boas práticas de benchmark e relatórios de fundos.

Pelo setor privado, os investidores só consideram as questões ESG em suas decisões de investimento quando há dados relevantes e oportunos para fazê-lo. Novamente o acesso à informação é pontuado, seja no setor privado como no público. Atualmente, a divulgação

corporativa obrigatória fornece informações limitadas sobre riscos e oportunidades relacionados à ESG. A divulgação relacionada a ESG pode ser divulgada em um momento diferente das demonstrações financeiras regulares, dificultando a integração. O desafio com a divulgação voluntária é que as empresas podem divulgar e exagerar apenas o que reflete positivamente sobre elas e minimizar ou não divulgar o que não reflete - comportamento que pode limitar a análise ESG e tendenciar a divulgação favorável do desempenho (HAYAT; ORSAGH, 2015).

### 3.3 COMPILADO E DISCUSSÃO

A respeito de Investimentos e investidores, primeiro tópico da análise narrativa, as semelhanças foram constantes, se assemelham a respeito do crescimento na demanda por esses investimentos e no interesse de investidores. Ambos enfatizam a importância socioambiental e econômica desse tipo de investimento.

Dessa forma, embora os documentos analisados não façam referência direta ao tema direito ao desenvolvimento, não resta dúvida que a agenda ESG contribui para a sua efetivação.

No entanto, a visão do setor privado é mais realista quando ressalta a presença de um grupo de investidores que não possuem esse interesse em cardápio de ativos ESG, ou menos, não detém os incentivos que acham pertinentes para investir - como a mensuração de riscos, estimativas com mais confiabilidade de taxas de retorno, para que possam investir nessa temática. Na visão do setor privado é salientada a análise crítica dos investidores, incluindo uma avaliação do risco de reputação, desenvolvimentos regulatórios ou megatendências como o envelhecimento da população.

Um ponto de destaque que o setor privado levanta é o alto risco nos investimentos ESG, independentemente do caminho real das mudanças climáticas, as decisões feitas por empresas e intermediários financeiros indicam que a transição climática e os riscos físicos afetarão cada vez mais o setor financeiro e garantirá a inclusão na avaliação da estabilidade financeira, o que pode acarretar em pontos negativos e afugentar investidores.

O crescente interesse dos investidores em fatores ESG, pelo setor público, reflete a visão de que questões ambientais, sociais e de governança corporativa – incluindo riscos e oportunidades – podem afetar o desempenho de longo prazo das empresas e, portanto, devem ser devidamente consideradas nas decisões de investimento. Os investimentos ESG têm atraído além de investidores privados também os de interesse público, como os bancos

centrais. Esses últimos expressaram apoio a maneiras de ajudar na transição de sistemas financeiros para economias “mais verdes” e de baixo carbono. Ou seja, atraí os investidores que buscam se posicionar por uma transição para uma economia de baixo carbono e podem investir em fundos de transição verde e renováveis.

Em informações e tempo de retorno os setores se assemelham quanto à importância da disponibilidade e transparência das informações. Muitos ativos além da autodenominação ESG não apresentam dados claros e acessíveis a respeito das premissas ambientais, sociais e de governança. O setor público salienta a necessidade de dados disponíveis, mas abranda a consequência da ausência de indicadores. Enquanto o setor privado apresenta com mais veemência a consequência da ausência de informações efetivas aos investidores, inclusive alertando que as características das questões ESG não se encaixam bem no investimento de curto prazo, ou seja, possuem alto risco e/ou ausência de estimativas de retorno menos confiáveis.

A consequência pela falta de informação se agrava ao desmotivar o investidor, principalmente pela ótica do investidor privado. Pois, o setor privado prioriza investimentos com maiores retornos financeiros em curto prazo, enquanto o setor público prioriza os de longo prazo. O risco dos investimentos ESG é determinante para o investidor, principalmente o privado. Exemplos ainda decorrentes de ausência de informações: empresas que são descobertas por práticas de greenwashing resultam em desvalorizações enormes quando ofertantes de investimentos ESG.

Sob este prisma, são considerados como princípios de governança corporativa a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Sem adentrar neste momento na conceituação de cada um dos princípios, pois será abordado no capítulo referente à responsabilidade dos administradores, é perceptível a colisão entre governança corporativa e greenwashing, pois não há como relacionar o ASG simbólico para com os instrumentos esperados de uma gestão profissional e séria (GOMIERO, 2021).

Parte dos investidores buscam maiores retornos, o que não pode ser abdicado devido à crescente demanda por investimentos responsáveis, principalmente entre os investidores mais jovens. Bonini e Görner (2011) apontam, sob a ótica do privado, que é crescente a consideração dos investidores no desempenho de uma empresa sobre os fatores ESG.

Riscos materiais não apenas para a reputação de uma empresa, mas também para o resultado final vêm de muitas direções, muitas vezes imprevisíveis, em uma era de recursos limitados e requisitos regulatórios mais rígidos, bem como demanda crescente por produtos e

serviços sustentáveis, boa governança corporativa e responsabilidade social (BONINI; GÖRNER, 2011).

Um estudo com 132 artigos de periódicos com as melhores avaliações sugere que 78% das publicações analisadas indicam relação positiva entre sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro (ALSHEHHI, NOBANE; KHARE, 2018). Os preceitos de ESG são usados por esses agentes para as tomadas de decisão. Taliento, Favino e Netti (2019) explicam que por essa demanda em ativos mais responsáveis as empresas passaram a adotar estratégias orientadas para maximizar o valor social. Esses autores também evidenciam que as empresas que gerenciam ativamente a sustentabilidade ESG colhem os benefícios da sustentabilidade.

O último tópico desafios e perspectivas levantou a necessidade de maior adequação desses investimentos aos perfis de investidores, assim como a promulgação entre os investidores presentes dos reais ganhos com os investimentos ESG, além dos retornos éticos, mas inclusive retornos financeiros superiores aos investimentos tradicionais. A transição de uma economia mais sustentável é um ponto de vista cada vez mais imperativo em todo o mundo, e os investidores não ficaram aquém desse processo.

Bonini e Görner (2011) salientam que no meio empresarial, ainda que com o discurso da sustentabilidade frequente, grande parte das empresas ainda adota uma abordagem superficial, desconectada e reativa. Ferramentas para a detecção de greenwashing são indispensáveis, evitar ações inescrupulosas que possam enganar os investidores com intuítos ESG.

A prática de investimentos ESG estará cada vez mais atrelada à concepção de sustentabilidade atribuída a Sachs (2008), o qual balizou o desenvolvimento sustentável entrelaçando-o às dimensões econômica, social e política. Sustentabilidade, portanto, é uma concepção em que os recursos naturais podem ser aproveitados desde que seu uso não seja inviabilizado no futuro. Em conjunto, aspectos econômicos e sociais são indissociáveis (BEGOT, 2018). No mercado financeiro, as formas de investimento, os tipos de carteiras e ativos têm se diversificado bastante com a incorporação de investimentos ESG (BONINI; GÖRNER, 2011; ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

O impulsionamento de sustentabilidade e a inserção dessa temática em meios corporativos foi ocasionado por uma demanda socioambiental crescente ao longo do tempo. A consolidação da sustentabilidade como paradigma é base propulsora para o surgimento do ESG como conceito. Ainda que em alguns momentos o ESG ainda seja tido como “conceitual”, a expectativa futura é de ativos com preceitos de sustentabilidade, sociais e

governança mais efetivos. É perceptível que a adaptação empresarial à sustentabilidade é almejada em busca de menores riscos (ELKINGTON, 2012; ALSHEHHI; NOBANEE; KHARE, 2018).

A iniciativa privada reconhece a importância da inclusão de ESG, seja de maneira voluntária ou impositiva socialmente. No mercado de capitais - dentre alguns investidores - as menores taxas de retorno e/ou maior risco em fundos de capital ESG são vistas, por vezes, como empecilhos a investimentos nesse setor, o que causa um contrassenso entre o público e o privado (HAYAT; ORSAGH, 2015; ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020).

O Quadro 1 mostra a compilação das narrativas entre o setor público e o setor privado e a inclusão de semelhanças e diferenças, além de outros pontos de análise, tais como o agente e o principal.

Quadro 1. *Compilado das narrativas sobre investimentos Environmental, Social and Governance entre os setores público e privado.*

Tópicos	Setores	
	Público	Privado
<b>Investimentos e investidores</b>	Investimentos com foco principal na responsabilidade socioambiental	Investimentos com foco principal no lucro
	Investidores que buscam retornos menores e ativos mais ESG	Investidores que buscam retornos maiores
<b>Informações e tempo de retorno</b>	Preocupação com a transparências nas informações	
	Enfoque no médio e longo prazo	Enfoque no curto e médio prazo
<b>Desafios e perspectivas</b>	Aumento da atratividade de investidores Incentivar e pressionar empresas por transparência nas informações	
	Crescimento de ativos com características ESG em fundo de caráter público	Crescimento de ativos com características ESG em fundo de caráter privado
<b>Principal</b>	Famílias, empresas, instituições	
<b>Agente</b>	Gestor público (políticos, governos, instituições de interesse público etc.)	Gestor privado (Bancos, Fundos, investidores a varejo etc.)

Fonte: elaboração própria.

A análise das narrativas trouxe à tona o papel essencial da informação e da relação entre investidor (principal) e aquele que faz o investimento (agente), seja pela perspectiva do setor público como pelo setor privado. Entendendo-se que o principal é a parte que contrata o agente, no presente estudo o principal são as empresas, famílias e/ou quaisquer indivíduos e instituições que contratam as instituições financeiras não bancárias que então comprarão os ativos. O problema do Agente principal é um dos problemas econômicos clássicos mais estudados, assim como a assimetria de informação tem sido amplamente discutida, conforme explicam Chen, Li e Scultze (2022) em estudo sobre seguros.

Segundo Pindyck e Rubinfeld (2002) e Varian (2016) explicam que essa assimetria de informação ou também denominada de informação assimétrica seja a razão de muitos arranjos institucionais em mercados ineficientes. A assimetria de informações é decorrente da

disponibilidade de informações de maneira diferente entre os participantes de um mercado. Por essas observações, verifica-se no mercado financeiro de investimentos ESG, um exemplo de um mercado com problema do agente-principal e a assimetria de informações.

Conforme observado, no mercado com informações assimétricas apenas parte dos participantes detém todas as informações, o que ocorre em muitas situações no mercado de ativos ESG. Nesse caso, o agente é detentor de todas as informações, o que pode corresponder a ocultar verdades a respeito de um investimento ESG, em alguns de seus eixos: ambiental, social e de governança.

Algumas consequências servem como exemplos desse mercado ineficiente, tais como: menores demandas por ativos ESG do que seriam previstas em um mercado onde todos possuem todas as informações (mercado eficiente); ou ainda, o aumento da demanda em falsos investimentos ESG. Quando a informação é incompleta (assimétrica), os indivíduos tomam suas decisões baseados em premissas pessoais, ou seja, o investidor mais conservador buscará adquirir ativos mais tradicionais, enquanto o investidor mais ligado à concepção ESG comprará ativos ESG por assim acreditar nesses ativos.

Outras situações que decorrem desse mercado com informações assimétricas e o problema do agente-principal com suas falhas de mercado são o risco moral, situações de seleção adversa. Varian (2016, p. 746) descreve risco moral, perigo moral ou ação oculta como “situações em que um lado do mercado não pode observar as ações do outro”; enquanto descreve seleção adversa ou informação oculta como a “situação em que um lado do mercado não pode observar o “tipo” ou a qualidade dos bens no outro lado do mercado” (p. 746).

Um aumento de demanda por ocultação da informação verdadeira do agente ao principal, nesse caso um exemplo de risco moral. O risco é moral, com base no conhecimento do agente ativo ESG, pode então ocorrer quando o agente fica tentado a aplicar em ativos que não obedeçam aos preceitos ESG ou ainda que assim se nomeie (greenwashing).

No caso onde os agentes adquirem investimentos ESG por acreditarem em indicadores e esses não mensurarem a realidade tem-se um exemplo de seleção adversa, onde o agente foi levado a selecionar um ativo por não possuir as informações em sua plenitude. Seja no setor público ou setor privado, a informação mostrou-se primordial. A empresa ofertante de ESG, personificando o principal, detém maiores informações sobre o ativo, enquanto o investidor (principal) não detém essas informações, recorrendo a indicadores de sustentabilidade que não possuem a transparência desejada para que a confiança e estimativas de retorno sejam conhecidas pelos investidores. A assimetria de informações dos investimentos ESG explica o porquê de alguns possuírem maior atratividade que outros de mesmas características.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Investimentos ESG é uma temática atual e proeminente, estimulada por mudanças na demanda em todo o ecossistema financeiro, tanto pela busca de um melhor valor financeiro de longo prazo quanto pela busca de melhor alinhamento com os valores ESG. A pesquisa mostrou que essa é uma perspectiva observada tanto pelas referências gerais lidas para o estudo, quanto nos documentos analisados dos setores público e privado. Assim, ainda que os documentos analisados não se referiram diretamente ao direito ao desenvolvimento, a agenda ESG contribui para a sua efetivação.

As respostas ao questionamento central desse artigo: “quais as semelhanças e diferenças entre as narrativas sobre os investimentos ESG nos setores público e privado?” refletiram que, ao menos conceitualmente, os dois setores apresentaram mais semelhanças que diferenças. A narrativa de Investimentos e investidores, primeiro tópico da análise narrativa, mostrou as semelhanças conceituais sobre investimentos ESG: ambos os setores compreendem e respeitam a importância socioambiental e econômica desse tipo de investimento. Como divergência, foi percebido um perfil mais realista do setor privado. Os investidores privados requerem retornos altos, fato que afugenta alguns desses, pois muitos dos investimentos ESG ainda não apresentam os incentivos requeridos desse grupo de investidores - embora seja destacado o crescimento do número de investidores no cardápio de ativos ESG, considerando as características socioambientais como protagonistas.

No segundo tópico analisado, Informações e tempo de retorno, também foram recorrentes as intersecções nos entendimentos dos setores público e privado a respeito da disponibilidade e transparência das informações sobre o portfólio de investimentos ESG, assim como ambos consideram com veemência o avanço da temática ESG e a analisada narrativa entre os setores público e privado corrobora a mudança no mercado de capitais. Divergências principais foram quanto a prioridade em curto ou longo prazo. Isto é, observou-se que o setor privado prioriza as ações de curto e médio prazo, enquanto o setor público busca o convencimento dos agentes em investir com perspectivas a médio e longo prazo.

Em Desafios e perspectivas ambos os setores também reiteram o papel da informação, a necessidade de ferramentas e promoção desses investimentos a fim de aumentar o incentivo a esse tipo de ativo. Não se trata de divergências em si, apenas que o setor privado visa atrair o investidor privado, enquanto o setor público enfatiza a importância da atração de investidores públicos mais aplicados aos investimentos ESG.

Conclusivamente, ainda que falte uma maior ação ou medidas mais efetivas que ultrapassem o simples discurso, é indiscutível que as práticas ESG são indispensáveis aos diferentes setores da economia na sociedade, podendo contribuir para a efetivação do direito ao desenvolvimento. No mercado financeiro, embora ainda sejam de destaque economias de alta renda, investimentos mais sustentáveis, ambiental e socialmente, têm crescido expressivamente. Logo, os investimentos com foco na sustentabilidade não são e não serão coadjuvantes no mercado financeiro, seja na seara pública ou na privada. Infere-se, de forma otimista, que com a evolução das regras e estabelecimento de ativos ESG no mercado financeiro, haja uma diminuição na ineficiência de mercado de capitais ESG, e a consequente diminuição de práticas de greenwashing ou os fenômenos econômicos como o risco moral e/ou seleção adversa.

## REFERÊNCIAS

A OCDE e o Brasil: Uma relação mutuamente benéfica. **OCDE**, 2022. Disponível em: [oecd.org/latin-america/paises/brasil-portugues/](https://oecd.org/latin-america/paises/brasil-portugues/). Acesso em: 28 jan. 2022.

ABRAMOVAY, Ricardo; FERREIRA, Joice; COSTA, Francisco de A.; EHRLICH, Marco; EULERE, Ana M. C.; YOUNG, Carlos E. F.; KAIMOWITZ, David; MOUTINHO, Paulo; NOBRE, Ismael; ROGEZC, Herve; ROXO, Eduardo; SCHORK, Tatiana; VILLANOVA, Luciana. The new bioeconomy in the Amazon: Opportunities and challenges for a healthy standing forest and flowing rivers. In: **The Amazon we want In Brief**. Science Panel for the Amazon Chapter 30, 2021. Disponível em: [theamazonwewant.org/wp-content/uploads/2021/08/Chapter-30-in-Brief-The-new-bioeconomy-in-the-Amazon-Opportunities-and-challenges-for-a-healthy-standing-forest-and-flowing-rivers-Final.pdf](https://theamazonwewant.org/wp-content/uploads/2021/08/Chapter-30-in-Brief-The-new-bioeconomy-in-the-Amazon-Opportunities-and-challenges-for-a-healthy-standing-forest-and-flowing-rivers-Final.pdf). Acesso em: 12 nov. 2021.

ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid. Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. **Sustainability**, v. 12, n. 3910, 2020. <http://dx.doi.org/10.3390/su12093910>. Acesso em: 15 nov. 2021.

ALSHEHHI, A.; NOBANEE, H.; KHARE, N. The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. **Sustainability**, v. 10, n. 2, p. 494, 13 fev. 2018.

BANERJEE, Abhijit V.; DUFLO, Esther. **Boa economia para tempos difíceis**. Trad.: Afonso Celso da Cunha Serra. São Paulo: Zahar, 2020.

BEGOT, Ligia H. **Valoração e sustentabilidade da pesca artesanal de Curuçá e Colares, estado do Pará**: uma análise das externalidades de um projeto portuário na percepção dos pescadores. Orientador: Antônio Cordeiro de Santana. 2018. 187 f. Tese (Doutorado em

Desenvolvimento Socioambiental) – Núcleo de Altos Estudos Amazônicos, Universidade Federal do Pará, Belém, 2018.

BERTÃO, Naiara. Conheça os fundos de investimentos ESG ou de impacto disponíveis no Brasil. **Valor Investe**, São Paulo, 07 mar. 2021. Disponível em: [valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2021/03/07/conheca-os-fundos-de-investimentos-esg-ou-de-impacto-disponiveis-no-brasil.ghtml](http://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2021/03/07/conheca-os-fundos-de-investimentos-esg-ou-de-impacto-disponiveis-no-brasil.ghtml). Acesso em: 6 jul. 2021.

BEZERRA, Victor J. F. **Environmental, Social And Governance (ESG) e o comportamento dos indicadores econômico-financeiros das empresas listadas na B3 durante a pandemia da covid-19**. 2021. 44f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2021.

BOFFO, Riccardo; PATALANO, Robert. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges**. OECD Paris, 2020. Disponível em: [oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf). Acesso em: 9 mar. 2021.

BONINI, Sheila; GÖRNER, Sthepan. **The business of sustainability: putting it into practice**. Sustainability & Resource productivity practice. Sydney: McKinsey & Company, 2011. Disponível em: [mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client\\_service/sustainability/pdfs/putting\\_it\\_into\\_practice.pdf](http://mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/sustainability/pdfs/putting_it_into_practice.pdf). Acesso em: 18 set. 2020.

CFA INSTITUTE Explores Investor Views on ESG Integration: Investors Want More Clarity Around Standards for ESG Integration. **CFA Institute**: Washington, D.C., 2021. Disponível em: [cfainstitute.org/about/press-releases/2021/cfa-institute-explores-investor-views-on-esg-integration](http://cfainstitute.org/about/press-releases/2021/cfa-institute-explores-investor-views-on-esg-integration). Acesso em: 16 dez. 2021.

CFA INSTITUTE launches ESG guide for investment professionals: guide expands portfolio of resources for environmental social & governance issues. **CFA Institute**: Washington, D.C., 2015. Disponível em: [cfainstitute.org/about/press-releases/2015/cfa-institute-launches-esg-guide](http://cfainstitute.org/about/press-releases/2015/cfa-institute-launches-esg-guide). Acesso em: 16 dez. 2021.

CHEN, An; LI, Hong; SCHULTZE, Mark Schultze. Asymmetric Information and Longevity Risk Transfer. **SSRN**, fev. 2022. Disponível em: [dx.doi.org/10.2139/ssrn.4031786](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4031786).

CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael. From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance. **Ssrn Electronic Journal**, 2015. Disponível em: [dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281). Acesso em: 21 jul. 2021.

CORDEIRO, Alexander M.; OLIVEIRA, Glória M. de; RENTERÍA, Juan M.; GUIMARÃES, Carlos A. Revisão Sistemática: uma revisão narrativa. **Rev. Col. Bras. Cir.**, v. 34, n. 6, p.428-431, nov./dez. 2007.

CRONIN, Patricia; RYAN, Frances; COUGHLAN, M. Undertaking a literature review: a step-by-step approach. **British Journal of Nursing**, a.10, v.17, n. 1, p.38-43, jan.2008.

DEMO, Pedro. **Metodologia científica em ciências sociais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

ELKINGTON, John. **Sustentabilidade, canibais com garfo e faca**. São Paulo: M. Books do Brasil Editora Ltda, 2012.

GIANNETTI, Eduardo. **Vícios privados, benefícios públicos?** A ética na riqueza das nações. 1a. reimpressão. São Paulo: Companhia das letras, 2010.

GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMIERO, Paulo H. Os fatores ASG e a prevenção ao *greenwashing* – a necessidade de regramento estatal quanto aos deveres e responsabilidades dos administradores de empresas. **Rev. Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 93, p. 91-111, jul-set., 2021. Disponível em: [thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/paulo-henrique-gomiero.pdf](https://thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/paulo-henrique-gomiero.pdf). Acesso em: 25 nov. 2021.

HAYAT, Usman; ORSAGH, Matt. **Environmental, Social and Governance issues in investing: a guide for investment professionals**. CFA Institute, oct. 2015. Disponível em: [cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx](https://cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx). Acesso em: 18 out. 2020.

LEAL, Ricardo A.; ELY, Regis A.; UHR, Júlia G. Z; UHR, Daniel de A. P. Ciclos Econômicos e Emissão de CO2 no Brasil: uma análise dinâmica para políticas ambientais ótimas. **Rev. Bras. Econ.**, Rio de Janeiro, v. 69, n. 1, p. 53-73, mar. 2015. Disponível em: [scielo.br/j/rbe/a/dF7jDMFz6g6QCZN74bGK3Xx/?lang=pt](https://scielo.br/j/rbe/a/dF7jDMFz6g6QCZN74bGK3Xx/?lang=pt). Acesso em: 01 mai. 2021.

LIMA, Mairon G. Bastos. Corporate Power in the Bioeconomy Transition: The Policies and Politics of Conservative Ecological Modernization in Brazil. **Sustainability**, v.13, n. 12, p.6952. Disponível em: [doi.org/10.3390/su13126952](https://doi.org/10.3390/su13126952). Acesso em: 20 nov. 2021.

NAKAGAWA, Marcelo. ferramenta: 5 Forças de Porter (Clássico). **Movimento Empreenda: estratégia e gestão**. São Paulo: SEBRAE, 2020. Disponível em: [sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/ME\\_5-Forcas-Porter.PDF](https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/ME_5-Forcas-Porter.PDF). Acesso em:

NAKAJIMA, Tadahi. ESG Investment. In: NAKAJIMA, Tadahi; HAMORI, Shigeyuki; HE, Xie; LIU, Guizhou; ZHANG, Wenting; ZHANG, Yulian; LIU, Tiantian. **ESG Investment in the Global Economy**. Springer Briefs in Economics: Kobe University Social Science Research: 2021. Capítulo 1, p.1-19.

NEHRING, Ryan; MONTE-MÓR, Roberto L. de M.; SPARN, Jakob; CANHOTO, Olinda; LAMRÃO, Carlos V.; SHUCKBURGH, Emily. COP26 Futures We Want - Brazil Country Profile. **Cambridge Open Engage: Working Paper**, nov. 2021. Disponível em: [10.33774/coe-2021-hb1j8-v2](https://10.33774/coe-2021-hb1j8-v2). Acesso em: 15 nov.2021.

OBJETIVOS DE DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. **Indicadores Brasileiros para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável**. Agenda 2020: ONU Brasil, 2021. Acesso em: [odsbrasil.gov.br/home/agenda](https://odsbrasil.gov.br/home/agenda). Acesso em: 4 jan. 2021.

O ECO. **Dicionário ambiental: O que é a Convenção do Clima**. O Eco: 2014. Disponível em: [oeco.org.br/dicionario-ambiental/28809-o-que-e-a-convencao-do-clima](https://oeco.org.br/dicionario-ambiental/28809-o-que-e-a-convencao-do-clima). Acesso em: 19 jan. 2022.

PACTO GLOBAL; STILINGUE. **A Evolução do ESG no Brasil**. São Paulo: Pacto Global–Rede Brasil; STILINGUE, abr. 2021. Disponível em: [conteudos.stilingue.com.br/estudo-a-evolucao-do-esg-no-brasil](https://conteudos.stilingue.com.br/estudo-a-evolucao-do-esg-no-brasil). Acesso em: 15 jul. 2021.

PAVIANI, Gabriela A. *Greenwashing: o falso marketing e a responsabilidade civil em relação ao consumidor*. **Rev. Direito e Sustentabilidade**, Goiânia, v. 5, n. 1, p. 92-109, jan/jun., 2019. Disponível em: [indexlaw.org/index.php/revistards/article/view/5525](http://indexlaw.org/index.php/revistards/article/view/5525). Acesso em: 25 nov. 2021.

PAVLOVA, Ivelina; BOYRIED, Maria E.de. ESG ETFs and the covid-19 stock market crash of 2020: Did clean funds fare better? **Finance Research Letters**, v. 44, jan. 2022, 102051. Disponível: [doi.org/10.1016/j.frl.2021.102051](https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102051). Acesso em: 02 fev. 2022.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 5.ed. Trad. rev.: Eleutério Prado. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PINTO, Leonardo. CFA: como conquistar a certificação no mercado financeiro. **Expert XP**, 12 nov. 2020. Disponível em: [conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/cfa/](http://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/cfa/). Acesso em: 10 nov. 2021.

QUIÑONES, Laura. “Passo importante, mas não o suficiente”, afirma Guterres sobre acordo da COP26. **ONU News: Perspectiva Global Reportagens Humanas**, 13 nov. 2021. Disponível em: [news.un.org/pt/story/2021/11/1770432](https://news.un.org/pt/story/2021/11/1770432). Acesso em: 12 jan. 2022.

RAJÃO, Manuela de O. **O avanço do mercado brasileiro de títulos verdes sob a ótica do investidor**. 2021. 40f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: PUC Rio de Janeiro, Novembro de 2021. Disponível em: [econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Manuela\\_de\\_Oliveira\\_Rajao\\_Mono\\_21.2.pdf](http://econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Manuela_de_Oliveira_Rajao_Mono_21.2.pdf). Acesso em: 14 out. 2020.

RIBEIRO, José L. P. Revisão de Investigação e Evidência Científica. **Psicologia, Saúde & Doenças**, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 671-682, 2014. Disponível em: [scielo.mec.pt/pdf/psd/v15n3/v15n3a09.pdf](http://scielo.mec.pt/pdf/psd/v15n3/v15n3a09.pdf). Acesso em: 26 maio 2020.

SACHS, Ignacy. Desenvolvimento e ética: para onde ir na América Latina? Estratégias de desenvolvimento nacional na era da globalização. In: SACHS, I. (Org.). **Desenvolvimento: incluyente, sustentável e sustentado**. Rio de Janeiro: Garamond Universitária, 2008.

SCOTTO, Gabriela; CARVALHO, Isabel C. de M.; GUIMARÃES, Leandro B. **Desenvolvimento sustentável**. 5. ed. Petrópolis: Vozes, 2010.

STIGLITZ, Joseph E. **The Price of Inequality: how today's divided society endangers our future**. United King: W. W. Norton, 2013.

TALIENTO, Marco; FAVINO, Christian; NETTI, Antonio. Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate ‘Sustainability Advantage’ from Europe. **Sustainability**, v. 11, n. 1738, 2019. Disponível em: [doi.org/10.3390/su11061738](https://doi.org/10.3390/su11061738). Acesso em: 08 fev. 2020.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: uma abordagem moderna**. 9.ed. Trad.: Regina Célia S. de Macedo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.