

**UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE
ESCOLA DE ENGENHARIA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA CIVIL**

BERNARDO SHOGO OKADA AHMED

**AVALIAÇÃO DE MÉTRICAS ESG E PERFORMANCE FINANCEIRA
DE EMPRESAS**

**NITERÓI
2021**

BERNARDO SHOGO OKADA AHMED

**AVALIAÇÃO DE MÉTRICAS ESG E PERFORMANCE FINANCEIRA
DE EMPRESAS**

Projeto de Conclusão de Curso
apresentado ao curso de Graduação
em Engenharia Civil da Universidade
Federal Fluminense, como requisito
parcial para conclusão do curso.

Orientador:

Prof. Dr. Eng. Luís Pérez Zotes

NITERÓI

2021

Ficha catalográfica automática - SDC/BEE
Gerada com informações fornecidas pelo autor

A286a Ahmed, Bernardo Shogo Okada
AVALIAÇÃO DE MÉTRICAS ESG E PERFORMANCE FINANCEIRA DE
EMPRESAS / Bernardo Shogo Okada Ahmed ; Luis Perez Zotes,
orientador. Niterói, 2021.
28 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia
Civil)-Universidade Federal Fluminense, Escola de Engenharia,
Niterói, 2021.

1. Finanças Corporativas. 2. Gestão Financeira. 3.
Sustentabilidade. 4. Produção intelectual. I. Zotes, Luis
Perez, orientador. II. Universidade Federal Fluminense. Escola
de Engenharia. III. Título.

CDD -

Bibliotecário responsável: Debora do Nascimento - CRB7/6368

BERNARDO SHOGO OKADA AHMED

**AVALIAÇÃO DE MÉTRICAS ESG E PERFORMANCE FINANCEIRA
DE EMPRESAS**

Projeto de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Graduação em Engenharia Civil da Universidade Federal Fluminense, como requisito parcial para conclusão do curso.

Aprovado em 29 de Setembro de 2021.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Eng. Luís Pérez Zotes (Orientador)

Universidade Federal Fluminense

Prof. Julio Vieira Neto

Universidade Federal Fluminense

Prof. Marcelo Jasmin Meiriño

Universidade Federal Fluminense

**NITERÓI
2021**

RESUMO

O acrônimo ESG (referente aos pilares Ambiental, Social e Governança) se tornou assunto constante nos últimos anos, considerando o avanço da agenda global de sustentabilidade e impulsionado, principalmente, pela crise decorrente do COVID-19.

Essa monografia tem como principal objetivo analisar os principais materiais em se tratando da correlação entre boas práticas ESG e performance financeira de empresas. Será averiguado, também, como tais métricas podem impactar o universo (em constante mudança) de análise de investimentos em um escopo global.

O trabalho está dividido em 4 partes principais: (1) Introdução; (2) Referencial Teórico, onde será apresentado o termo ESG, seu significado e importância no ambiente de negócios, assim como a implicação de mudanças climáticas e os principais participantes do mercado; em seguida, será apresentada a (3) Metodologia utilizada nas métricas de estudo de correlação entre ESG e performance financeira de empresas, apresentando um agregado de mais de 3.000 estudos, assim como estratégias de integração das métricas no processo de investimento.

Por fim será elucidado na (4) Análise de Resultados aonde pode-se chegar com boa performance ESG de Empresas e o trabalho se encerrará com as (5) Considerações finais.

Palavras-Chaves: ESG; Mudanças Climáticas; Performance Financeira; Sustentabilidade; Impacto.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1:	19
Figura 2:	20

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1:.....	17
Gráfico 2:.....	18
Gráfico 3:.....	25

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	23
Tabela 2:	25

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	101
1.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS	10
1.2. OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA	10
1.2.1. Objetivo Geral.....	10
1.2.2. Objetivos Específicos	11
2. REFERÊNCIA TEÓRICO.....	12
2.1. O QUE É ESG.....	12
2.2. PROBLEMÁTICA DE MUDANÇAS CLIMÁTICAS NO AMBIENTE DE NEGÓCIOS	14
2.3. STOCKHOLDER VS. STAKEHOLDER.....	17
3. METODOLOGIA	20
3.1. ESTUDOS DE EVIDÊNCIAS DE IMPACTO DE ESG EM PERFORMANCE FINANCEIRA DE ATIVOS	20
3.2. COMO INTEGRAR ESTRATÉGIAS ESG NO PROCESSO DE INVESTIMENTOS	24
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	25
4.1. AONDE PODE-SE CHEGAR COM BOA PERFORMANCE ESG	25
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	27

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Vivemos uma realidade marcada pela variabilidade de ideais, costumes, práticas e tendências, na qual a informação se configura como principal vetor de transformação. A habilidade de sintetizar informações e separar o ruído do barulho se torna cada vez mais valioso. Desta maneira, as análises de fatores que impactam diretamente a performance financeira de empresas, tanto no quesito qualitativo quanto quantitativo, vem se tornando mais sofisticadas a cada dia.

No momento, as questões ESG são o novo tema de relevância nas principais discussões sobre sustentabilidade de negócios. Logo, será estudado no presente trabalho a relação entre boas práticas de sustentabilidade empresarial nos pilares ESG e a sua correlação com performance financeira de empresas.

1.2. OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA

1.2.1. Objetivo Geral

Com o notado ganho de relevância e discussões polemicas sobre o tema ESG e sustentabilidade corporativa, torna-se cada vez mais importante o levantamento e análise de dados de fontes críveis, além de uma maior profundidade sobre o assunto. Geralmente trata-se do assunto ESG de maneira superficial e subjetiva enquanto é uma ferramenta que realmente pode agregar de maneira substancial a análise de investimentos.

Por fim, as análises devem servir de suporte para futuras discussões e estudos focados em impacto de fatores materiais para determinadas indústrias, suportando melhores argumentos e impulsionando a qualidade de análises financeiras.

1.2.2. Objetivos Específicos

Do presente estudo, pretende focar no estudo de materiais dos mais renomados gestores de investimento do globo, assim como os principais estudiosos sobre o tema, consolidando, de maneira direta e indireta, mais de 3.000 estudos sobre o tema ESG e performance financeira. O objetivo principal é chegar a uma conclusão da relevância de métricas ESG na qualidade de análise investimentos.

2. REFERÊNCIAL TEÓRICO

2.1. O QUE É ESG

Os critérios ambientais, sociais e de governança, representados pelo acrônimo ESG (ou ASG, em português), surgiu em 2004 a partir de uma provocação do secretário-geral da ONU, Kofi Annan. O mesmo contestou 50 CEOs de grandes instituições financeiras sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais, em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada Who Cares Wins.

Ao mesmo tempo, as agendas de sustentabilidade de diversos órgãos não governamentais (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Onu, por exemplo) começaram a trazer a pressão por posicionamento das empresas e governos. Neste sentido, cada continente passou a tomar uma postura adequada com a urgência de se adequar à uma nova realidade de futura escassez e riscos que nunca foram antes enfrentados. O conceito de sustentabilidade no ambiente de negócios nunca se tornou tão necessário. Afinal, *“sustentabilidade é a busca pelo equilíbrio entre o suprimento das necessidades humanas e preservação dos recursos naturais, não comprometendo as próximas gerações”* (Relatório de Brundtland, 1987).

Logo, ESG configura um conjunto de fatores a serem analisados com o foco na sustentabilidade do negócio tanto do ponto de vista socioambiental, quanto o alinhamento de propósito e boa gestão das empresas. As aplicabilidades são muitas e serão tratadas no decorrer deste documento. Porém, uma coisa é certa. Após o ano de 2020 e os diversos e impactos da pandemia na sociedade, os critérios ESG passaram a se tornar pontos de atenção de extrema relevância no ambiente de negócios.

Estar em uma empresa que seja sólida, com uma governança impecável, níveis de retenção de funcionários acima da média, funcionários alinhados com o propósito da companhia, fornecedores que consigam fornecer a matéria prima de seus produtos por décadas e clientes satisfeitos com os produtos e boas práticas da empresa podem configurar diversas vantagens para a mesma. Tanto no quesito qualitativo quanto no quantitativo. O famoso fosso da fortaleza, descrito por Warren Buffet, quando

descreve a habilidade de um negócio manter suas vantagens competitivas com objetivo de proteger seus lucros de longo prazo e *market share* (fatia do mercado) de competidores.

ESG tem se configurado como importante frente de análise na mitigação de riscos e na seleção de empresas com modelos longevos e resilientes às mudanças iminentes, segundo estudo realizado pela New York University (2020), em que consolida mais de mil artigos relacionando a correlação entre boas práticas ESG e performance financeira de empresas. A correlação negativa ocorre em somente 8% da amostra analisada. Distintivamente dos métodos tradicionais de avaliação de empresas como DCF, Múltiplos, Opções Reais, o ESG se caracteriza como uma frente de estudo complementar e intrínseca ao processo evolutivo do mercado.

As vantagens são diversas e variam a sua relevância para cada indústria. Ao mesmo tempo, ainda existe o grande desafio de se interpretar um tema incipiente, sem padronização, em diferentes esferas ao redor do globo, gerando frustrações e sendo constantemente criticado por grandes estudiosos do ramo de finanças corporativas.

Aswath Damodaran (NYU Stern), em seu artigo publicado “*Doing Good or Sounding Good A Skeptical Look at ESG*” (2020) argumenta que ESG é uma nova e revolucionária ideia que, na realidade, não afere grandes impactos no *valuation* (avaliação financeira) das empresas. Em sua interpretação, é mais uma estratégia de marketing e de captação de capital de grandes instituições financeiras, por ser um tema do momento. Tal abordagem será tratada mais adiante ao longo deste trabalho.

No mesmo ano, Larry Fink, CEO da BlackRock (maior gestora de investimentos do globo com mais de US\$ 7 trilhões sob gestão), escreve uma carta destinada aos CEO's (*The Letter to the CEO's*, 2020) ao redor do mundo pedindo uma postura de maior atenção à sustentabilidade dos seus negócios. A maior parte dos ativos sob gestão da BlackRock são advindas de fundos de pensão que beneficiam professores, bombeiros, professores, etc. Logo, a instituição visa não só promover uma alocação de capital mais eficiente, assim como estar pronta para ser a instituição escolhida para a gestão de recursos das próximas gerações. O pedido de Mr. Fink tem um foco

específico em estratégias de longo prazo, propósito de seus negócios e mudanças climáticas.

2.2. PROBLEMÁTICA DE MUDANÇAS CLIMÁTICAS NO AMBIENTE DE NEGÓCIOS

Em se tratando de sustentabilidade de ambiente de negócios, as mudanças climáticas configuram (se não o de maior) um fator de grande preocupação. De acordo com dados (2017) do instituto referência de impacto de mudanças climáticas, Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), se houvesse um aumento de 1°C na média da temperatura da atmosfera terrestre, já seria possível identificar diversos impactos no meio ambiente e, conseqüentemente, nas atividades humanas.

Em sua mais nova obra tratando de mudanças climáticas, Bill Gates afirma que a atmosfera não precisa que a sociedade reduza suas emissões. Ela terá que, de fato, zerar as suas emissões para não chegar a um aumento de temperatura do globo que resulte em um cenário inabitável. O autor afere uma analogia de que a atmosfera seria uma banheira e as emissões seriam a torneira aberta. Para resolver o problema não se deve pegar um balde e tirar água da banheira. Deve-se, simplesmente, fechar a torneira.

Segundo o relatório mais recente do IPCC, o impacto da atividade humana no clima vem se dando de maneira tão intensa que já é irreversível o cenário de aumento de 1,5°C da média de temperatura atmosférica até 2050. Abaixo podemos entender o relevante aumento de emissões de gases efeito estufa na atmosfera desde a primeira revolução industrial e projetado até 2050. Teórico pico de emissões em um cenário de mitigação futura. Também é possível entender a partir do gráfico da direita que, independente de reduzir as emissões, os gases efeito estufa irão permanecer na atmosfera. Logo, a redução de emissões se torna fator ainda mais urgente.

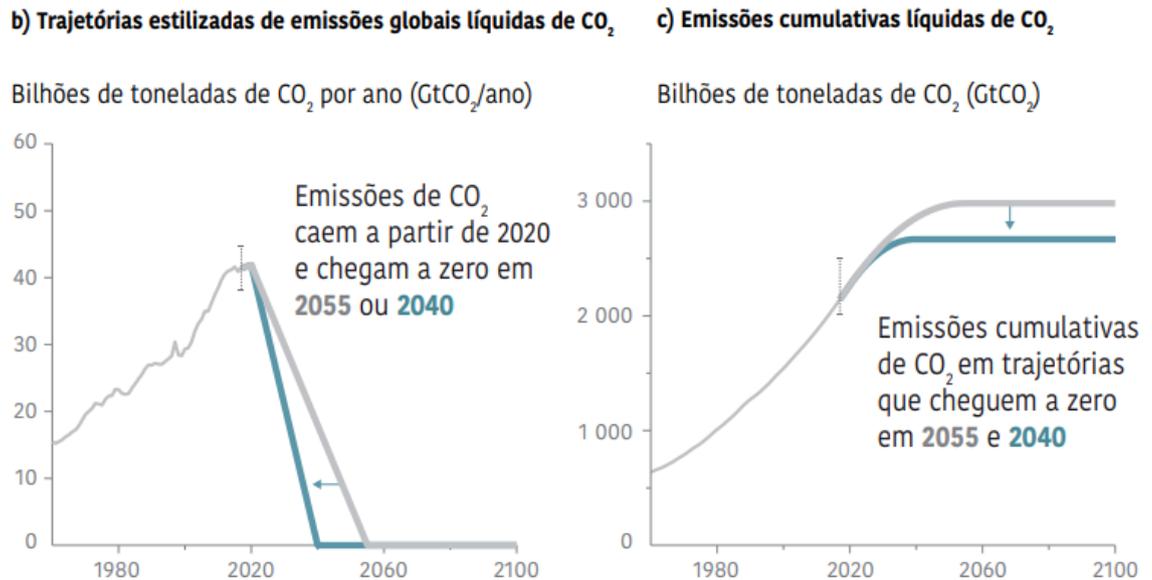


Gráfico 1 - Fonte: <https://www.ipcc.ch/sr15/graphics/>

No mesmo relatório liberado em 2020, o IPCC projetou o impacto do aumento de temperatura para determinados setores e atividades usuais da sociedade, seguindo os cenários de Motivos de Preocupação (RFCs). Estes são divididos em cinco fatores, onde:

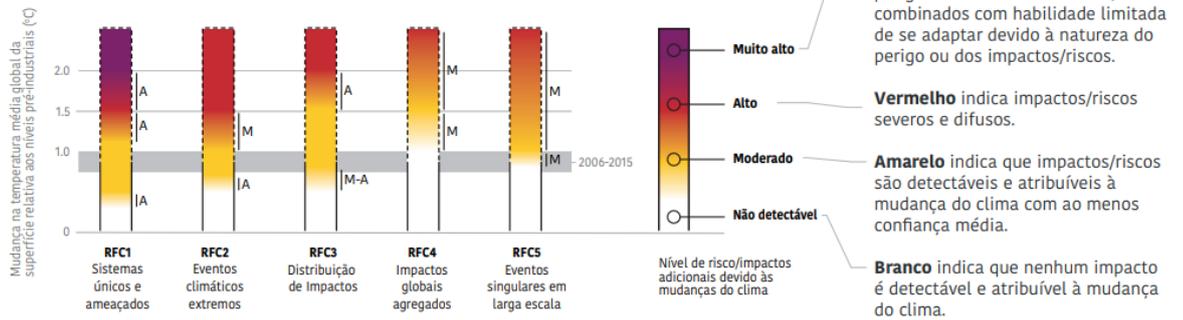
- **RFC1 – Sistemas únicos e ameaçados:** são sistemas ecológicos e humanos que possuem amplitudes geográficas restritas limitadas por condições relacionadas ao clima e possuem alto endemismo ou outras propriedades distintivas. São exemplos os recifes de coral, o Ártico e seu povo indígena, geleiras de montanha e hotspots de biodiversidade.
- **RFC2 – Eventos climáticos extremos:** riscos/impactos à saúde humana, meios de subsistência, bens e ecossistemas causados por eventos climáticos extremos, tais como ondas de calor, chuvas intensas, secas e incêndios florestais associados e inundações costeiras.
- **RFC3 – Distribuição de impactos:** riscos/impactos que afetam desproporcionalmente grupos específicos devido à distribuição desigual dos perigos físicos da mudança do clima, exposição ou vulnerabilidade.
- **RFC4 – Impactos agregados globais:** danos monetários globais, degradação em escala global e perda de ecossistemas e biodiversidade.
- **RFC5 – Eventos singulares em larga escala:** são mudanças relativamente grandes, abruptas e por vezes irreversíveis nos sistemas

causadas pelo aquecimento global. São exemplos a desintegração dos mantos de gelo da Groenlândia e da Antártida.

A partir destes, pode-se notar um impacto alarmante para enchentes em regiões costeiras, enchentes fluviais e rendimento agrícola.

Cinco Motivos de Preocupação (RFCs) ilustram os impactos e riscos de níveis diferentes de aquecimento global para pessoas, economias e ecossistemas através de setores e regiões.

Impactos e riscos associados aos Motivos de Preocupação (RFCs)



Impactos e riscos aos sistemas naturais, manejados e humanos selecionados

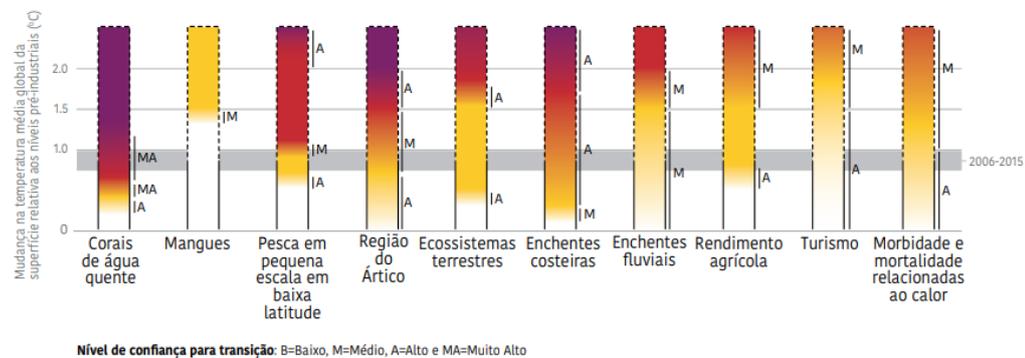


Gráfico 2 - Fonte: <https://www.ipcc.ch/sr15/graphics/>

Traduzindo tais impactos para uma incorporadora imobiliária que a maior parte de seu banco de terrenos está localizado no litoral, configurar-se-ia em uma perda financeira significativa para a companhia.

Neste sentido, medidas de regulação de carbono já estão sendo implementados em diversas regiões, principalmente nas mais poluentes como China (25% das emissões de CO2), Estados Unidos (13%) e União Europeia (8%). Vale ressaltar que das 100 maiores instituições do mundo, menos de 20 são governos. Logo, alcançar os objetivos será uma tarefa além das instituições públicas.

Em se tratando de objetivos e seguindo a Agenda de 2030 (plano com objetivo de erradicação da pobreza e ao desenvolvimento económico, social e ambiental à escala global), a Organização das Nações Unidas desenvolveu 17 objetivos de desenvolvimento sustentável aplicáveis à todas as nações, para assegurar-se que ninguém será deixado para trás.



Figura 1 - Fonte: <https://odsbrasil.gov.br/>

A partir disso e entendendo a relevância das empresas no contexto de desenvolvimento e impacto no clima e sociedade, é de se esperar que regulação por parte dos governos seja um caminho necessário para o atingimento dos objetivos estabelecidos.

2.3. STOCKHOLDER VS. STAKEHOLDER

O agente clássico do Mercado Financeiro é o que compra é o que investe em uma companhia que entende que irá gerar bons lucros para o mesmo e, após rentabilizar, vende sua participação para alguém que estará disposto a correr risco para uma performance ainda melhor do ativo.

Segundo Milton Friedman, ao assumir compromissos sociais além do foco no lucro, um executivo estaria se tornando algo como um funcionário público. O papel de uma empresa seria única e exclusivamente gerar lucro para seus acionistas.

Porém, o papel das empresas nos últimos tempos passou a ter uma abrangência além do lucro abordado pelo ganhador do Prêmio Nobel de economia de 1976. Segundo a lei das S.A. do Brasil, “O acionista controlador (...) tem deveres e responsabilidades para os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que nela atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e entender” (Lei das S.A. do Brasil, artigo 116).

Neste sentido, certos autores indicam que a realidade enfrentada por Friedman na época não ilustrava o cenário de mudanças que o globo vem enfrentando nos últimos tempos. O aumento de competitividade atrelado à sofisticação de negócios tornou ainda mais importante para uma empresa ter uma ótima relação com todos os envolvidos em suas operações para garantir a entrega de seus produtos, sem comprometer sua qualidade (e os princípios da companhia). Fatores estes amplamente tratados em discussões de tópicos socioambientais. Na mesma linha, a Teoria de Stakeholders discute uma nova visão de capitalismo que estressa relações interconectadas entre a empresa, clientes, fornecedores, funcionários, investidores, comunidades e outros impactados pelas atividades da empresa. A Teoria, assim como a Lei das S.A. do Brasil, argumenta que uma empresa deve criar valor para todos os Stakeholders, não somente para os acionistas.

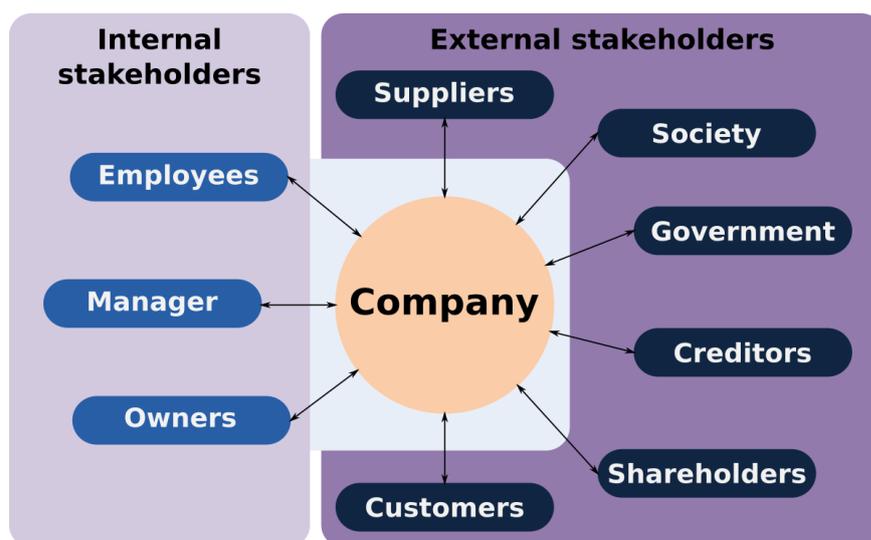


Figura 2 - Fonte: <http://stakeholdertheory.org/about/>

Comportamentos de consumo das novas gerações vêm apresentando padrões de maiores preocupações com boas práticas socioambientais e com o real propósito da empresa das quais eles consomem algum tipo de produto.

Grande parte desse processo deriva da cultura disseminada nas gerações Millennial e Z. Gerações essas que, como mostra o report “*ESG as a workforce strategy*”, elaborado pela Marsh & McLennan, tendem a compor 72% da força de trabalho global em 2029, não sendo surpresa a crescente demanda por instrumentos financeiros que priorizem os modelos de negócio mais sustentáveis e transparentes.

Em consonância, segundo o mesmo estudo, companhias que adotam tais critérios vêm apresentando melhores taxas de atração e retenção de talentos, além de impulsionarem a produtividade e o engajamento da equipe com um simples e imensurável fator: o propósito.

Estas mesmas gerações são as que terão parte relevante da circulação de capital em mãos e irão direcionar seu patrimônio para ativos que estejam alinhados com suas crenças e valores. Logo, uma empresa que esteja bem posicionada em todos os sentidos mencionados acima será a mais sólida e a melhor candidata a atrair um maior universo de Stakeholders.

3. METODOLOGIA

3.1. ESTUDOS DE EVIDENCIAS DE IMPACTO DE ESG EM PERFORMANCE FINANCEIRA DE ATIVOS

Os riscos inerentes às companhias são diversos, e muitos já conhecidos. Seja o rompimento de uma barragem, o vazamento de informações de clientes para pesquisas eleitorais ou até mesmo escândalos de corrupção governamental. O mercado, junto à toda sua eficiência, reage às notícias e ajusta seus preços de acordo com o que é divulgado ou minuciosamente investigado. Logo, surpresas negativas não são bem-vindas no universo financeiro e é aí que fatores como transparência e boas práticas por parte das empresas se mostram necessários.

Os critérios vão além. Tomemos como exemplo o mercado de Oil & Gas, desconsiderando os óbvios impactos deste no âmbito ambiental. Tecnicamente, qual é a sustentabilidade deste modelo de negócio? Até quando durariam as reservas de petróleo e qual seria a taxa de crescimento ideal para a projeção na perpetuidade de gigantes da indústria? Investir seguindo critérios ESG é ir além.

Mais do que uma maneira de mitigar riscos, a implementação de critérios ESG também está diretamente relacionada à performance financeira das companhias. Um estudo desenvolvido pela Deutsche Asset & Wealth Management, em parceria com faculdades do país, reuniu mais de dois mil artigos tratando a relação entre Performance Financeira Corporativa (Corporate Financial Performance, CFP) e ESG. A conclusão deste supera as expectativas quando aproximadamente 90% dos artigos apresentam uma relação ESG-CFP não negativa.

O mesmo estudo elucida que seguir os critérios ESG em empresas de países emergentes resulta em performance não negativa em 95,8% dos casos analisados e positiva em 65,4%. Resultado 27,4 pontos percentuais acima ao de países desenvolvidos.

Outro estudo semelhante foi realizado pela New York University (mencionado anteriormente), porém em um intervalo mais recente de tempo. Neste, mais de mil estudos entre os anos de 2015 e 2020 são levantados para avaliar a relação entre ESG e Performance Financeira Corporativa (CFP). Encontra-se uma correlação positiva para 58% dos casos quando estudado métricas como ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido) e ROA (Retorno sobre Ativos). Para estudos avaliando o Índice de Sharpe de portfólios, apenas 14% dos estudos acharam uma correlação negativa.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

O mesmo estudo aponta uma relação entre meta-análises de 1.272 estudos encontrando uma associação positiva em aspectos de sustentabilidade e performance financeira, como elucidados abaixo:

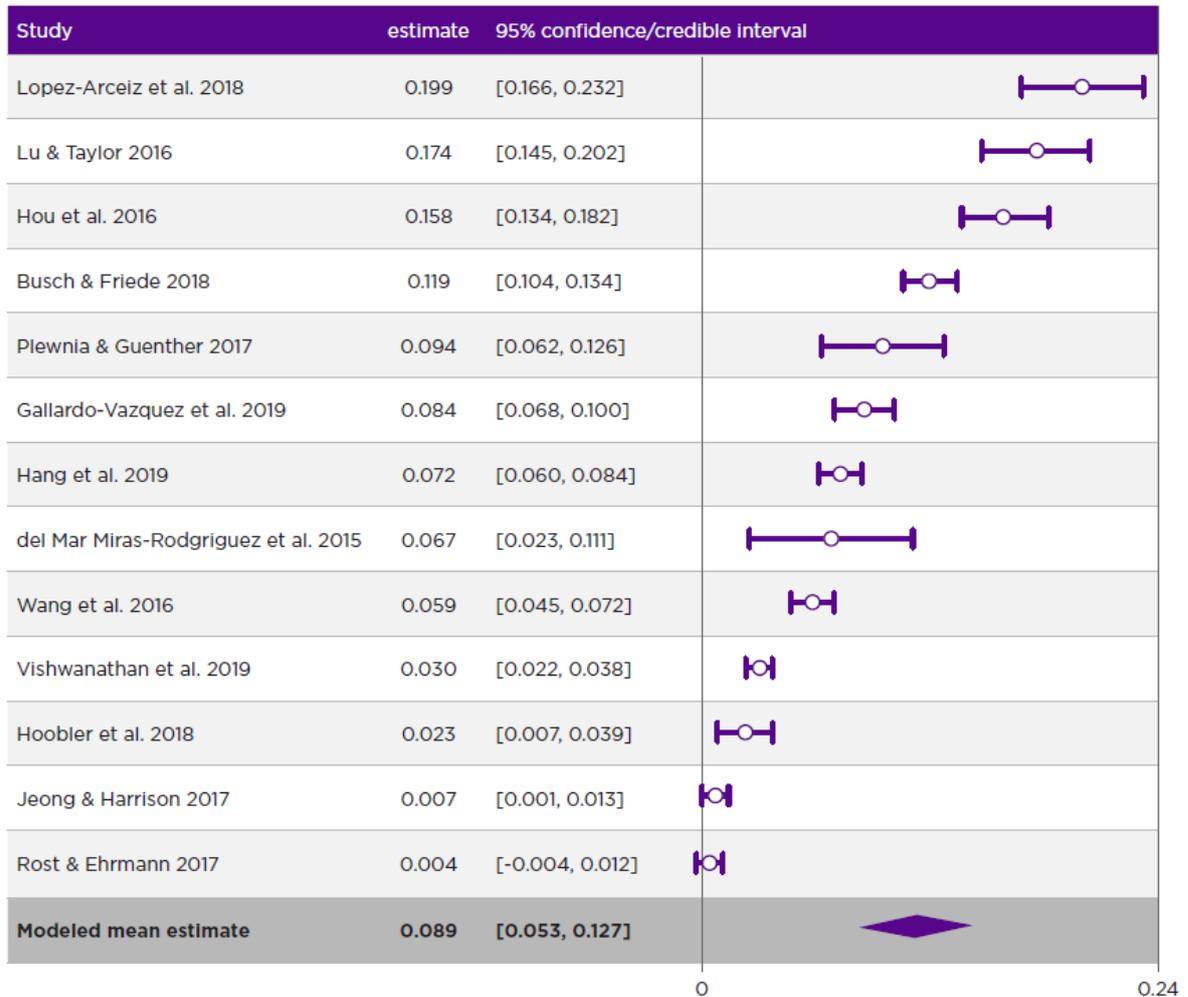


Tabela 1 – Fonte: ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020. NYU, 2020.

Ao mesmo tempo, o MSCI apresentou, através de artigos, que quanto mais alinhadas estiverem as empresas aos critérios ESG, menores os custos de capital, de Equity e de dívida, assim como menor a volatilidade sistemática das suas ações no mercado. O mesmo argumenta sobre a correlação negativa entre custo de capital e o nível de comprometimento ESG de empresas.

O *Journal of Sustainable Finance & Investment* (2016) divulga um estudo focado na elaboração de um modelo de prêmio de risco ESG. Esse analisa a volatilidade anualizada, ao longo de 2014 e 2015, de companhias “*best-in-class*” (consideradas as melhores do setor de acordo com métricas ESG) que seguem os critérios. Apesar do curto período de tempo do estudo, este apresenta resultados surpreendentes em se tratando não só da menor volatilidade dos papéis, como, também, de maiores retornos.

Analisando doze diferentes setores, divididos entre grupo ESG e *benchmark* (índice de base de comparação) usual de ações, a carteira formada pelas empresas com melhor performance ESG apresentou menor volatilidade anualizada em todos os casos, com destaque para o *spread* de 45 pontos percentuais no setor de Mineração (indústria intensiva em exploração ambiental). Em consonância, 66% dos segmentos também apresentaram melhores retornos para empresas que seguem esses critérios, com uma performance superior aos pares que variou entre 2,25% e 31,84%. Dessa forma, constatou-se um melhor risco retorno ajustado em 75% dos casos analisados no estudo em questão.

Ao analisar as métricas ESG, outro conceito de fundamental compreensão é a materialidade. Resumem-se como temas materiais aqueles que estão diretamente relacionados ao core business da empresa, por meio dos quais essa consiga maior escalabilidade dos impactos positivos visados.

A materialidade difere entre setores e, muitas vezes, entre corporações do mesmo segmento, devido a particularidades em seus modelos de negócios. Analisando as instituições financeiras, por exemplo, um investimento na redução de emissões diretas (escopo 1) gera um impacto pontual e relativamente pequeno na sociedade, tendo em vista o baixo índice de GHG emitido pelo setor. Em compensação, a disponibilização de créditos mais acessíveis ou o desconto de *spread* desses quando voltados a investimentos socioambientais, possuem amplo poder de transformação, caracterizando-se como fatores materiais.

Dentro desse contexto, foi criado em 2011 o SASB (Sustainability Accounting Standards Board), instituição sem fins lucrativos que atua voltada à padronização das materialidades setoriais e das divulgações de informações ESG, configurando-se como peça chave na orientação das empresas e do mercado financeiro.

Tal metodologia de divulgação de dados ESG tornou-se referência e é utilizado, hoje por 25% das empresas que compõe o índice S&P 500 (principal índice de ações do mercado americano) e que reportam dados de sustentabilidade, segundo o órgão *Governance & Accountability Intitute, Inc.* (G&A). Vale ressaltar que 90% das empresas que compõe o índice já publicavam relatórios de sustentabilidade ou de responsabilidade em 2019.

Parcela de empresas do S&P 500 que divulgam relatórios de sustentabilidade ou de responsabilidade:

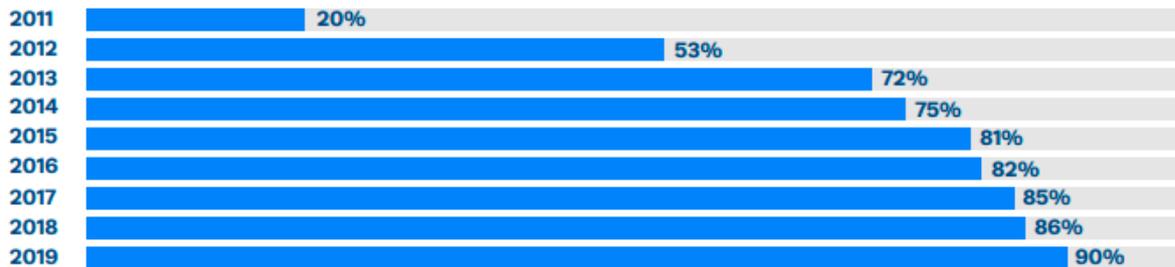


Gráfico 3 - Fonte: G&A Flash Report (2020)

Baseado no conceito de materialidade e nas análises setoriais desenvolvidas pelo SASB, os pesquisadores Mozaffar Khan, George Serafeim e Aaron Yoon, da Harvard Business School, publicaram o Artigo “*Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*”. No estudo, foi analisado um grupo amostral total de 2.307 empresas durante um período de 20 anos, sobre o qual traçou-se a correlação entre o desempenho material e imaterial dessas e o respectivo alfa gerado por suas ações listadas em bolsa.

Por meio dos levantamentos realizados, pôde-se constatar uma significativa *outperformance* das ações que apresentaram alto desempenho em temas materiais e baixo em imateriais, evidenciando que a compreensão dos temas relevantes a cada setor é componente vital no processo de análise ESG de empresas.

F

Performance on *Material and Immaterial* Sustainability Issues

Parameter	Low Performance on Immaterial Issues & High Performance on Material		High Performance on Immaterial Issues & Low Performance on Material		High Performance on Immaterial Issues & High Performance on Material		Low Performance on Immaterial Issues & Low Performance on Material	
	Estimate	t	Estimate	t	Estimate	t	Estimate	t
Intercept	0.0049	2.40	0.0005	0.23	0.0016	0.70	-0.0024	-1.05
Market	0.8652	18.08	1.0429	17.25	0.9558	17.98	1.0260	17.76
SMB	-0.1804	-2.62	-0.1546	-1.69	-0.1412	-1.77	-0.0143	-0.12
HML	0.2886	3.86	-0.1210	-1.02	-0.0611	-0.56	0.1174	1.19
UMD	-0.0376	-0.73	-0.0666	-1.04	-0.2168	-2.94	-0.1503	-1.99
LIQ	0.0745	1.49	0.0231	0.31	0.0331	0.42	0.2376	3.86
N	249		249		249		249	
Annualized Alpha	6.01%		0.60%		1.96%		-2.90%	
Difference in Alphas			5.41%***		4.05%**		8.90%***	

The table reports alphas, factor loadings, and t-statistics from monthly calendar-time Fama-French regressions for value-weighted portfolios. The regressions are estimated over the 249 months from April 1993 to December 2013. Mkt-Rf is the market excess return; SMB and HML are the Fama and French (1993) size and book-to-market factors; UMD is the Carhart (1997) momentum factor; LIQ is the liquidity factor from Pastor and Stambaugh (2003). ***, **, and * indicate one-tailed p-value less than 1, 2.5, and 5%, respectively.

Tabela 2 – Fonte: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015.

3.2. COMO INTEGRAR ESTRATÉGIAS ESG NO PROCESSO DE INVESTIMENTOS

Pela ótica da tomada de decisão, o extenso número de empresas a serem analisadas por setor econômico pode ser compendiado, ao considerar como melhores oportunidades aquelas que seguem os critérios ESG. Essa estratégia consolida, em um universo específico, os ativos com melhores chances de performance no longo prazo e menor exposição a risco, como constatado anteriormente.

Para tal, é necessária a criação de um filtro que segregue os melhores *players* de determinado segmento, implementado a partir de análises intrassetoriais, visando avaliar as empresas best-in-class presentes em cada área. Essas, por sua vez, são definidas como as mais alinhadas e, conseqüentemente, apresentam melhores pontuações em relação aos critérios ESG.

A integração de um portfólio ESG redefine o que seria “uma agulha em um palheiro” em “uma agulha em uma gaveta”, no que diz respeito ao grupo amostral a ser analisado. Logo, o gestor tem mais tempo disponível para se dedicar a análises minuciosas de empresas mais seguras e com fluxos de caixa mais confiáveis.

Ao mesmo tempo, também é uma prática comum implementar como que as medidas que algumas empresas vêm desenvolvendo podem torna-las mais

competitivas no futuro por meio de implementação de estratégias de negócios nos modelos de avaliação financeira de empresas (valuation). Por exemplo, em uma indústria com altos índices de emissão de gás carbônico, uma empresa que se prepara há anos para reduzir suas emissões poderá se livrar de grandes taxas regulatórias de neutralização de gases efeito estufa. Como exemplo, se considerarmos o volume total de emissão de gás carbônico do conglomerado General Motors e considerarmos um custo de quinze dólares por tonelada (ETS California), chegamos no seguinte impacto financeiro, considerando uma regulação de neutralização de gases efeito estufa hoje (2021):

26.5042.795,00 toneladas x US\$ 15,00 = Impacto de US\$ 3.975.641.925,00

A partir de um outro ponto de vista, o Gestor de Portfólio também pode ter como objetivo aplicar seu capital e utilizar sua influência, seja como acionista ou credor, para engajar uma empresa às questões ESG materiais a essa. Tomando novamente o caso de Óleo e Gás como exemplo, um investidor responsável pode empregar sua participação nas empresas para pressionar a aceleração da transição da matriz energética, dando lugar a fontes de energia renováveis. Tal posicionamento visa reduzir os impactos socioambientais e econômicos negativos decorrentes de um determinado business, tendendo, conseqüentemente, a aumentar o valor intrínseco da empresa no longo prazo.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. AONDE PODE-SE CHEGAR COM BOA PERFORMANCE ESG

Uma empresa que esteja alinhada com boas práticas de sustentabilidade junto à organizações não governamentais, governos e com todos os stakeholders apresenta vantagens competitivas em inúmeras esferas, desde quantitativas quanto qualitativas.

Ao mesmo tempo, projetando um cenário onde todas as empresas sejam pressionadas a tomarem tais iniciativas e se comprometerem a cumprir as boas práticas ESG, o mundo, como um todo, gozará de uma realidade de desenvolvimento sem comprometer a qualidade de vida de gerações futuras. Um futuro de desenvolvimento sustentável.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

De tudo o que foi apresentado, após avaliar direta e indiretamente o resultado de mais de 3.000 estudos tratando de ESG e CFP, fica claro que é uma ferramenta poderosa em se tratando de performance financeira empresarial. Ao mesmo tempo, é fundamental entender que é uma ferramenta adicional e não algo que substitua indicadores tradicionais como Fluxo de Caixa Descontado (DCF), Múltiplos, Opções Reais, etc.

No presente material, fica claro que cada indústria possui suas especificidades e fatores de maior relevância em se tratando de sustentabilidade da sua atividade fim. Logo, cada análise deve ser feita intrasetorialmente para assumir as corretas métricas de comparação.

Como objeto de continuação do estudo aqui apresentado, será desenvolvida uma análise de impactos materiais no setor de ecommerce alinhado com o ambiente regulatório de emissões de carbono ao redor do globo e como determinadas empresas podem estar melhor posicionadas frente à uma nova realidade de alinhamento com os objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU.

Por fim, pode-se afirmar, com boa margem de segurança, que seguir os critérios ESG está diretamente relacionado à uma performance acima da média dos resultados financeiros de uma companhia no longo prazo. A consciência sobre um novo tipo de capitalismo, fundamentado em propósito, vem ganhando força e os dados apresentam que negócios sustentáveis são, de fato, uma maneira eficiente de preservação de capital e de servir à sociedade em seus respectivos nichos de atuação. Ainda há um longo caminho a percorrer, mas os primeiros passos já foram dados.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ROSS, WESTERFIELD, JORDAN, LAMB. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9º Ed. Rio Grande do Sul: AMGH Editora, 2013.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

DAMODARAN, Aswath. **Doing Good or Sounding Good? A Skeptical Look at ESG**. Disponível em: < <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/09/sounding-good-or-doing-good-skeptical.html>> Acesso em: 10/09/2021

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. 2º edição. Rio de Janeiro: John Wiley & sons, 2014.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation**. Wiley Finance Series. Nova Jersey: Wiley, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation - Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**. Rio de Janeiro: LTC editora, 2011.

FABOZZI, F. J.; DRAKE, P. P. **The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management**. New Jersey: John Wiley & sons, 2010.

FABOZZI, F. J. **Financial Management and Analysis**. 2º edição. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.

GATES, Bill. **How to Avoid a Climate Disaster – The Solutions we have and the Breakthroughs we need**. Boston, 2021.

Relatório IPCC 2021 – Mudanças Climáticas. Disponível em: <<https://www.ipcc.ch/sr15/graphics/>> Acesso em: 10/09/2021

KUMAR, Ashwin; SMITH, Camille; BADIS, Leïla; WANG, Nan; AMBROSY, Paz; TAVARES, Rodrigo. **ESG Factors and Risk Adjusted Performance - A New Quantitative Model**. Journal of Sustainable Finance & Investment. 2016.

SERAFEIM, George. **First Evidence on Materiality**. Boston, Harvard Business School Paper, 2015.

LINGJUN, Jiang; FERGUSON, Angela; YEO, Jaclyn; BAILEY, Rob. **ESG as a Workforce Strategy**. Marsh & McLennan Consulting, 2020.

FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. **ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies**. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015.

WHELAN, Tensie; ATZ, Ulrich; VON HOLT, Tracy; CLARK, Casey. **ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020**. New York University Stern, Center for sustainable Business. New York, 2020.

AHMED, Bernardo; NUNCARA, Ricardo. **ESG: Do Bom-mocismo à Performance Financeira**. Rio de Janeiro: Rio Financial, 2020.

SASB Industrials Standards, a field guide. v.1, 2017

CLARK, Gordo; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael. **Oxford - From the Stockholder to the Stakeholder**. Oxford, 2015.

ATZ, Ulrich; VON HOLT, Tracy; WHELAN, Tensie. **The Return on Sustainability Investment (ROSI): Monetizing Financial Benefits of Sustainability Actions in Companies**. Review of Business, 2019.