

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS**

Bley Ribeiro de Almeida Junior

**ESTUDO COMPARATIVO DE METODOLOGIAS DE
AVALIAÇÃO PARA ÍNDICES ESG**

São Carlos

2022

Bley Ribeiro de Almeida Junior

ESTUDO COMPARATIVO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO PARA ÍNDICES ESG

Monografia apresentada ao Curso de Engenharia Mecatrônica, do Departamento de Engenharia Mecânica (SEM), da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo (EESC-USP), como parte dos requisitos para obtenção do título de Engenheiro Mecatrônico.

Orientador: Prof. Dr. Maicon Gouvêa de Oliveira

VERSÃO CORRIGIDA

**São Carlos
2022**

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO,
POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS
DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da
EESC/USP com os dados inseridos pelo(a) autor(a).

D278e de Almeida Junior, Bley Ribeiro
Estudo Comparativo de Metodologias de Avaliação
para Índices ESG / Bley Ribeiro de Almeida Junior;
orientador Maicon Gouvêa de Oliveira. São Carlos, 2022.

Monografia (Graduação em Engenharia Mecatrônica)
-- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade
de São Paulo, 2022.

1. Investimentos ESG. 2. Métricas ESG. 3. ISE B3.
4. MSCI ESG Ratings. I. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

Candidato: Bley Ribeiro de Almeida Junior

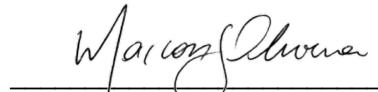
Título: ESTUDO COMPARATIVO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO PARA ÍNDICES ESG

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Escola de Engenharia de São Carlos da
Universidade de São Paulo
Curso de Engenharia Mecatrônica.

BANCA EXAMINADORA

Professor Maicon Gouvea de Oliveira
(Orientador)

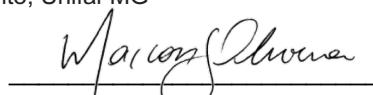
Nota atribuída: 9,0 (nove pontos)


(assinatura)

Professor Roni Mendes

Doutor em Química e Especialista em Fundos de Investimento, Unifal-MG

Nota atribuída: 9,5 (nove e meio pontos)


(assinatura)

assinado pelo membro da banca

Ícaro Guilherme Félix da Cunha
Doutorando em ESG, EESC-USP

Nota atribuída: 10 (dez pontos)


(assinatura)

assinado pelo membro da banca

Média: 9,5 (nove e meio pontos)

Resultado: APROVADO

Data: 16/12/2022.

Este trabalho tem condições de ser hospedado no Portal Digital da Biblioteca da EESC

SIM NÃO Visto do orientador


(assinatura)

Dedico este trabalho ao meu pai Bley e minha avó Ivonne. Queria que vocês estivessem aqui para verem onde cheguei.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, não poderia agradecer outra pessoa senão minha mãe, Neusa. Obrigado por todo apoio emocional e financeiro, por me incentivar a sempre dar o meu melhor e correr atrás das oportunidades, por acreditar em mim e ser a minha maior torcida. Se eu estou aqui hoje, foi tudo porque você me possibilitou.

A toda minha família que me deu apoio nessa jornada: meus irmãos, Luisa, Bryan e Benjamin, com quem sempre pude contar para qualquer dificuldade, sempre me inspirando a continuar tentando e me apoiando nas descissões; minha tia Carla, que teve um papel fundamental para que eu continuasse estudando e chegasse aqui hoje; e meu pai, Bley, e minha avó, Ivonne, que, apesar de já terem partido, me deixaram deixaram de herança a visão de que a educação é o caminho a ser seguido.

Aos meus amigos de São Carlos, que acompanharam minha jornada na graduação de perto, em especial Lucas (Mino), Bixurek, Piauí, Missura, Vic, Turbo, Rena e Lucas (Codina). Vocês estiveram comigo nos piores momentos e sempre serei grato por tudo, levando no coração um pouquinho de cada um de vocês.

A todos os professores e funcionários da USP São Carlos, pelo ambiente de ensino que vocês me proporcionaram. Para além do aprendizado técnico e científico, saio daqui uma pessoa muito melhor de que entrei, com uma visão e formação mais crítica.

Ao Prof. Maicon Gouvêa, que me orientou para elaboração deste TCC e conseguiu compreender todas minhas ideias e direcioná-las. Considero que aprendi muito com toda a ajuda e as dicas que você me deu, o processo de pesquisa e escrita se tornou muito mais fácil com sua condução. E obrigado também por todo incentivo e por confiar no meu trabalho.

E por fim, agradeço ao Felipe Rocha, principal responsável por esta monografia ter sido concluída. Este trabalho seria composto por 57 páginas em branco se não fosse por ele.

RESUMO

DE ALMEIDA JUNIOR, B. R. Estudo comparativo de metodologias de avaliação para índices ESG. 2022. 57p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2022.

A partir da evolução da ideia de desenvolvimento sustentável em âmbito global, com o entendimento de que este precisa ser pensado a partir de fatores não-tangíveis, é estabelecido o conceito de ESG (*Environmental, Social and Governance*) como uma forma de caracterizar as práticas corporativas que mais se alinham com essa nova visão sustentável. Em linha com a Teoria dos *Stakeholders*, considera-se que seja de interesse das empresas adequarem-se a esses parâmetros, uma vez que possibilita um melhor gerenciamento de seus riscos específicos, gerando valor para a organização e seus *stakeholders*, além da melhoria de sua imagem diante do público. Desse modo, cresce o interesse do setor financeiro em priorizar as empresas mais comprometidas para seus investimentos, partindo do princípio de que elas apresentam uma relação de risco-retorno favorável no longo prazo. Nesse contexto, com a necessidade de orientar as instituições financeiras em decisões de investimento, surge a demanda por ferramentas especializadas em mensurar o quanto os aspectos ESG são incorporados por uma companhia. Destaca-se, pois, o uso de índices de desempenho voltados para a sustentabilidade como um dos instrumentos desenvolvidos com tal finalidade. O presente trabalho procurou avaliar as metodologias adotadas por dois índices de sustentabilidade, em seus respectivos processos de seleção de empresas de capital aberto: o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) da B3 e a família de índices MSCI ESG Indexes do *Morgan Stanley Capital International*. Na primeira perspectiva, avaliou-se a abordagem do conteúdo ESG pelas metodologias, estabelecendo o quanto estas são direcionadas para os ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável), no qual foi concluído que o ISE apresenta uma maior compreensão dos temas e uma abordagem mais abrangente. Já na segunda perspectiva, foram analisados os métodos de avaliação e seus processos auxiliares - como a coleta de dados, a ponderação de pesos e notas, o monitoramento de controvérsias, entre outros -, buscando identificar aspectos consistentes e objetivos em cada uma, considerando os objetivos de cada índice; ao final, foi constatado que o MSCI implementa um processo mais refinado e objetivo de avaliação.

Palavras-chave: Investimentos ESG. Métricas ESG. ISE B3. MSCI ESG Ratings.

ABSTRACT

DE ALMEIDA JUNIOR, B. R. Comparative study of evaluation methodologies of public companies for ESG indices. 2022. 57p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2022.

From the evolution of the idea of sustainable development in a global scope, with the understanding that it needs to be thought from non-tangible factors, the concept of ESG (Environmental, Social and Governance) is established as a way of characterizing corporate practices that most align with this new sustainable vision. On par with the Stakeholders Theory, it is considered to be on the best interest of companies to suit themselves to these parameters, since it enables better management of their specific risks, creating value for the organization and its stakeholders, in addition to improving its image before the public. Thereby, the financial sector shows interest in prioritizing in its investments companies that are more committed, assuming that they present a more favorable long term risk-return relationship. In this context, with the necessity of guiding financial institutions in investment decisions, there is a demand for specialized tools to measure how much ESG aspects are incorporated by a company. It is noteworthy, therefore, the use of indexes of performance focused on sustainability as one of the instruments developed for such goal. The present work sought to evaluate the methodology of two sustainability indexes in its selection process of publicly traded companies: B3's ISE (Corporate Sustainability Index) and the family of Morgan Stanley Capital International's ESG Indexes. The former's approach to the ESG content by the methodologies was evaluated, establishing how much they are directed towards the SDG (Sustainable Development Goals), in which it was concluded that the ISE presents a greater understanding of the themes and has a more comprehensive approach. For the latter, the evaluation methods and their auxiliary processes were analyzed - such as data collection, pondering weights and grades, monitoring disputes, among others -, looking to identify consistent and objective aspects in each one, considering the goals of each index; in the end, it was concluded that the MSCI implements a more refined and objective evaluation.

Keywords: ESG investment. ESG metrics. ISE B3. MSCI ESG Ratings.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Os 17 ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável)	13
Figura 2 – Os 6 Princípios para o Investimento Sustentável	18
Figura 3 – <i>Framework</i> do Questionários ISE B3	24
Figura 4 – Determinação da pontuação obtida	25
Figura 5 – <i>Framework</i> adotado pelo <i>MSCI ESG Ratings</i>	27
Figura 6 – <i>Framework</i> usado para definição dos pesos	28
Figura 7 – Modelo usado para definição da pontuação dos parâmetros	29
Figura 8 – Determinação do Rating com base na média final ajustada	30
Figura 9 – Relação entre os ODS com os temas do <i>framework</i> do ISE B3	36
Figura 10 – Relação entre os ODS com os temas do <i>framework</i> do <i>MSCI ESG Ratings</i> .	37
Figura 11 – Requisitos mínimos para compor o ISE B3 2022	54
Figura 12 – Plano de Resposta a Eventos ESG relacionados ao ISE B3 (Continua na próxima página)	55
Figura 13 – Plano de Resposta a Eventos ESG relacionados ao ISE B3 (Continuação) . .	56
Figura 14 – <i>Framework</i> usado para determinação da severidade das controvérsias . . .	57

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Objetivos	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1	A Teoria dos <i>Stakeholders</i>	15
2.2	<i>Environmental, Social and Governance (ESG)</i>	16
2.3	A incorporação do ESG nos investimentos	17
2.4	As limitações e desafios da prática ESG	20
2.5	Índices voltados à sustentabilidade	22
2.5.1	Metodologia ISE B3	22
2.5.2	Metodologia <i>MSCI ESG Ratings</i>	26
3	METODOLOGIA	31
3.1	Caracterização da Pesquisa	31
3.2	Seleção dos Índices	32
3.3	Coleta de Dados	33
3.4	Parâmetros de Análise	33
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	35
4.1	Abordagem do Conteúdo	35
4.2	Método de Avaliação	40
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
	REFERÊNCIAS	47
	APÊNDICES	52
	APÊNDICE A – FÓRMULAS RELACIONADAS AO ISE B3 2022 .	53
	APÊNDICE B – REQUISITOS MÍNIMOS - QUESTIONÁRIO ISE B3 2022	54
	APÊNDICE C – PLANO DE RESPOSTA A EVENTOS ESG RELA- CIONADOS AO ISE B3	55

**APÊNDICE D – DETERMINAÇÃO DA SEVERIDADE DAS CON-
TROVÉRIAS - MSCI ESG RATINGS 57**

1 INTRODUÇÃO

Mesmo se tratando de um conceito antigo, a ideia de desenvolvimento sustentável começa a ganhar força ao longo da segunda metade do século XX e, progressivamente, vem marcando presença na agenda global. Entre os debates atuais, o tema ganha destaque como uma das principais preocupações da humanidade, apresentando um discurso em constante disputa. Isso se deve ao fato de diferentes setores políticos, econômicos e sociais defenderem as suas próprias visões sobre o tema, de modo a buscar validação para as suas respectivas agendas (SUGAHARA; RODRIGUES, 2019, p.31).

A primeira menção ao termo na Organização das Nações Unidas (ONU) veio somente em 1987, através do Relatório Brundtland. A organização define como “um processo de transformação no qual a exploração de recursos, a direção dos investimentos, a orientação do desenvolvimento tecnológico e a mudança institucional se harmonizam e reforçam o potencial presente e futuro, a fim de atender as necessidades e aspirações humanas” (ONU, 2020). A partir desse momento histórico, diversas ações em perspectiva global começaram a ganhar força, sendo debatidas e implementadas pela comunidade internacional.

Como exemplo dessas iniciativas é possível destacar a ECO-92, Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, realizada no Rio de Janeiro em 1992 e responsável por elevar a discussão a um aspecto político, sendo criada a Agenda 21. Tal plano definiu um programa detalhado de ações direcionadas ao desenvolvimento sustentável, como a proteção da atmosfera e do ecossistema marinho, o combate ao desmatamento, à perda de solos e à desertificação, a erradicação da pobreza e mudança dos padrões insustentáveis de produção e consumo (ONU, 2020).

Em 2015, foi assinado o Acordo de Paris, no qual os países se comprometeram a atuar no combate às mudanças climáticas, com o objetivo de longo prazo de limitar o aumento da temperatura média global em relação ao nível pré-industrial preferencialmente a até 1.5 graus celsius até 2030 (ONU, 2015). Também em 2015, a ONU criou a Agenda 2030, plano de ação global que funciona como referência de implementação de políticas públicas para governos em todo mundo. Dentro da Agenda 2030 estão os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que são metas globais definidas pela ONU para alcançar o desenvolvimento sustentável até 2030. São ao todo 17 objetivos principais que cobrem áreas diversas como combate à pobreza, direitos humanos e meio ambiente, em que cada objetivo possui diversas metas específicas, que somam 169 linhas de ação (ONU, 2022).

Em consonância com todas as discussões em torno da temática, o mercado financeiro também foi alcançado pelo debate, na medida em que empresas do setor mostram-se cada vez mais dispostas a incorporar a visão sustentável em seus investimentos. Neste contexto, surge o



Figura 1 – Os 17 ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável)

Fonte: ONU (2022)

conceito de *Environmental, Social and Governance* (ESG).

O termo foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada Who Cares Wins. Surgiu de uma provocação do secretário-geral da ONU Kofi Annan a 50 CEOs de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais (PACTO GLOBAL, 2022).

A sigla em inglês, que em tradução livre significa Ambiental, Social e Governança (portanto, também chamado de ASG), comprehende as práticas relacionadas às dimensões ambientais, sociais e de governança que podem ser aplicadas de maneira sustentável pelo mundo corporativo. Este conjunto de ações funciona como um norte para que as instituições financeiras possam mensurar os impactos e efeitos práticos de seus investimentos no âmbito da sustentabilidade.

A implementação de ações ESG possui benefícios para além da questão socioambiental, uma vez que as instituições financeiras podem constatar o comprometimento sustentável das empresas das quais possivelmente serão investidoras. Desta maneira, cria-se um ambiente no qual a preocupação ambiental está ligada a todas as outras de maneira orgânica.

Este trabalho terá como foco o estudo da definição das métricas para avaliação ESG implementadas pelas instituições financeiras. Para tal, propõe-se avaliar a metodologia por trás de dois diferentes índices voltados à sustentabilidade: o Índice ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) elaborado pela Bolsa de Valores brasileira, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão); e a família de índices MSCI ESG, elaborado pela instituição financeira especializada em pesquisa *Morgan Stanley Capital International* (MSCI). Levando em consideração que os índices selecionam as empresas mais sustentáveis para sua composição baseado em suas próprias metodologias,

considera-se importante entender com maior profundidade os aspectos relevantes para essa avaliação.

1.1 Objetivos

É possível definir como objetivo principal deste trabalho **avaliar as metodologias adotadas pelos índices de sustentabilidade, em seus respectivos processos de seleção de empresas de capital aberto.**

Para tal, foram escolhidas duas perspectivas distintas a partir das quais a análise foi desenvolvida. A primeira diz respeito à abordagem dos conteúdos relevantes para a questão ESG, mensurando o quanto as metodologias estão alinhadas com o desenvolvimento sustentável na abordagem dos ODS. A segunda trata da maneira utilizada por cada uma para se medir esses conteúdos, considerando aspectos como a forma de obtenção dos dados, o modo como é feita a definição dos pesos da avaliação, a própria forma de avaliação, o processo de monitoramento de controvérsias, entre outros. Portanto, é possível definir como objetivos intermediários:

- Compreender como as metodologias definem os aspectos ESG materiais para a avaliação.
- Mensurar o quanto a avaliação é direcionada para os ODS.
- Ponderar quanto aos procedimentos de coleta de dados utilizados.
- Avaliar como o processo de avaliação quantifica o conjunto de dados dispostos.
- Analisar como as metodologias abordam os riscos envolvidos, bem como o tratamento dado às questões controversas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Teoria dos *Stakeholders*

Baseado em sua definição mais clássica, entende-se o capitalismo como um sistema cujo principal objetivo é a legitimação da propriedade privada e a maximização da obtenção de lucros (DE PAULA, 2020, p.15). Diante dos debates referentes a responsabilidade social por parte de empresas e instituições, alguns teóricos tomaram a posição de que tais práticas entram em choque com o princípio histórico do acúmulo de capital, uma vez que o foco principal deixaria de ser este. Esse pensamento encontrou defensores em teóricos como Friedman, que afirmou que

há uma e somente uma responsabilidade social empresarial: usar seus recursos e envolver-se em atividades destinadas a aumentar os lucros, desde que se mantenham dentro das regras do jogo, ou seja, envolver-se em competição livre, sem trapaça ou fraude. (FRIEDMAN, 1982, p.112)

Esse modelo, denominado de Teoria dos *Stockholders*, mais tarde veio a ser contestado por críticos, que afirmam que a busca constante pelo lucro acima de todo o resto culmina em “uma crescente erosão da confiança do público nas empresas” (BEBER; RANGEL, 2020, p.62). A evolução de pensamentos e visões diferentes acerca da abordagem do tema pela perspectiva das empresas resultou no estabelecimento de um novo modelo - a Teoria dos *Stakeholders*, cujo nome foi cunhado por Richard E. Freeman em 1984 em seu livro ‘*Strategic Management: A Stakeholder Approach*’ (GOMES, 2006, p.47).

Em linhas gerais, a Teoria dos *Stakeholders* propõe que a efetividade de uma empresa é medida pela sua capacidade de satisfazer não apenas os seus acionistas, mas todos os grupos que possuem interesses no negócio - clientes, funcionários, fornecedores, reguladores, credores, comunidade e governo (GOMES, 2006, p.47). As chamadas “partes interessadas” compreenderiam “qualquer grupo ou pessoa cujos interesses podem afetar ou ser afetados pelas realizações dos objetivos de uma organização” (BEBER; RANGEL, 2020, p.63).

Conforme defendido por Beber e Rangel (2020, p.70), entende-se que as empresas entram em uma espécie de pacto com a sociedade, trazendo consigo uma visão mais ética acerca das decisões tomadas corporativamente. Este pacto recebe o nome de licença social, que trata da evolução dos conceitos de responsabilidade social corporativa e aceitabilidade social, sendo definida como uma “permissão social” para operar. A necessidade de um empresa possuir tal licença torna-se cada vez mais latente, uma vez que esta representa a sua credibilidade real, confiabilidade e aceitação das organizações e seus projetos.

Machado Filho (2002) destaca que mudanças significativas, como a evolução tecnológica, alteraram a forma na qual a responsabilidade social é cobrada das companhias, com a crescente

intensificação com fluxo informacional e uma maior conexão entre mercados internacionais, além da atualização de marcos regulatórios, o que aumenta a pressão para que as questões socioambientais sejam consideradas por estas. Sendo assim, partindo da ideia de que espera-se que empresas formulem e implementem ações que se enquadrem nesse contexto, surge a abordagem do conceito de ESG no âmbito corporativo.

As questões ESG abrangem diversos tipos de conteúdo que não sejam material e que não exijam retorno financeiro imediato. Sua importância fica evidente quando se considera a possibilidade de montar um quadro geral sobre o posicionamento de determinada empresa acerca de temas de sustentabilidade e, por consequência, o quanto aquela gestão se esforça para manter-se relevante diante dos problemas da comunidade onde está inserida. Siddy (2009) destaca que há uma relação essencial entre a inovação, produtividade e crescimento de mercado para uma empresa com os fatores ESG, representando também aspectos fundamentais na gestão de riscos e valor da marca.

2.2 Environmental, Social and Governance (ESG)

A sigla ESG é composta por três dimensões: a ambiental, a social e a de governança. Cada qual propõe um conjunto de ações através das quais as empresas podem contribuir para o alcance de um maior nível de desenvolvimento sustentável na sociedade como um todo. No aspecto ambiental, essas ações envolvem a interação com o meio ambiente - desde consumo racional de recursos até os planos de mitigação para diminuir os impactos causados. Já a dimensão social faz referência a forma como a empresa se relaciona com a sociedade e seu gerenciamento de capital humano, seja através de geração de empregos, capacitação de pessoal ou simplesmente atenção à ética e aos direitos humanos ao lidar com diferentes grupos e pessoas (LINHARES, 2017; MENEZES, 2022).

O âmbito da governança, por sua vez, lida com o conjunto de ações internas cujos objetivos focam em garantir um melhor funcionamento do ambiente corporativo com ênfase na alta gestão, conciliando todos os interesses envolvidos, com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização. Também busca assegurar que os princípios de transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa sejam incorporados pela gestão, além de garantir que as outras duas dimensões tenham suas metas alcançadas de maneira eficiente (IBGC, 2022).

Grande parte dos estudos de ESG têm em comum sua base teórica e justificativa conceitual, que partem do entendimento do conceito de Responsabilidade Social Empresarial (RSE, ou Responsabilidade Social Corporativa, RSC). Por sua vez, este se relaciona diretamente com o conceito de desenvolvimento sustentável e as discussões em âmbito global em torno da temática. Considera-se também que a pandemia global de COVID-19 e o agravamento da crise climática foram fatores que colaboraram para o avanço das pautas ESG, uma vez que tais imprevistos amplificaram a importância e necessidade de uma gestão corporativa responsável (IRIGARAY;

STOCKER, 2022).

Romero (2021) propõe uma relação direta e positiva entre a Agenda 2030 e as práticas ESG, na medida em que os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) orientam metas claras e quantitativas a serem seguidas por governos e empresas, o que fortalece o comprometimento com ações concretas de responsabilidade socioambiental e a transparência das políticas de governança corporativa. “Ao adotar uma metodologia para cumprir os ODS, as empresas assumem um papel relevante na mitigação dos riscos impostos ao meio ambiente e aos recursos naturais, além de contribuírem para a saúde, o bem-estar e a qualidade de vida no planeta” (ROMERO, 2021, p.9).

Belinky (2021, p.41), no entanto, chama atenção para o risco de acomodação “gerada pelo falso senso de que a perspectiva ESG, sozinha, é uma solução para os desafios da sustentabilidade”, além da visão equivocada que o tema representa “uma evolução” da perspectiva da responsabilidade corporativa. O autor ainda aponta para a necessidade da criação de meios que permitam avaliar em que medida os produtos e instrumentos rotulados como ESG encontram-se de fato alinhados com os ODS e suas metas.

2.3 A incorporação do ESG nos investimentos

Segundo Madeira (2022), em um estudo realizado pela consultoria Schoroders em 2022, mais de dois terços dos investidores qualificados acreditam que a prática ESG é a única forma para se obter rentabilidade de longo prazo. Esse fato é atribuído a visão de que tais ativos estão expostos a riscos menores no longo prazo em relação aos ativos convencionais. De acordo com Zumente e Bistrova (2021), “as empresas mais sustentáveis performam melhor no que diz respeito a fatores ambientais e sociais e geram valor de longo prazo para o *shareholder*”.

A compatibilidade entre ESG e retorno financeiro foi descrita por Menezes (2022), que comparou empresas mais sustentáveis com as demais listadas na B3 e concluiu que “há uma correlação positiva entre ESG e o desempenho financeiro da empresa”. O mesmo foi concluído por Friede, Busch e Bassens (2015) a partir da análise de mais de 3700 resultados de estudos, dos quais mais de 2100 sugeriram uma relação positiva entre os dois elementos. Rentabilidade e sustentabilidade aparecem, portanto, como objetivos complementares no desenvolvimento das companhias.

Para Zumente e Bistrova (2021) o investimento em ESG traz também outras vantagens em adição à financeira, incluindo um gerenciamento mais qualitativo e comprometido, a redução de incertezas e riscos e o aperfeiçoamento da política de gestão de capital. Entende-se que a manutenção de uma boa reputação e um relacionamento positivo com os *stakeholders* gera valor para os *shareholders*, através do desenvolvimento do valor intangível do ativo.

Diante das perspectivas positivas sobre os investimentos em ESG e da importância do tema a nível global, surge o trabalho desempenhado pela organização global PRI (*Principles*



Figura 2 – Os 6 Princípios para o Investimento Sustentável

Fonte: PRI (2019, p.6)

for Responsible Investment ou, em tradução livre, Princípios para o Investimento Responsável). Apoiado pela ONU, sua atuação consiste no incentivo e apoio para adoção de práticas de investimento responsável no âmbito do mercado financeiro (PRI, 2019, p.4).

Por investimento responsável, entende-se “a estratégia e a prática de se incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) nas decisões de investimento e no exercício da propriedade ativa” (PRI, 2022b, p.1). A instituição define seis “Princípios para o Investimento Responsável” e busca implementá-los através de um trabalho em conjunto com sua rede de signatários em nível internacional, conforme observado na figura 2.

A organização têm apresentado um crescimento significativo em sua aderência, contando em 2021 com mais de 3750 signatários no total, os quais totalizam mais de 120 trilhões de dólares em ativos sob gestão (PRI, 2022a). Tal crescimento é atribuído ao reconhecimento da importância das questões ESG pelo mercado financeiro, bem como o entendimento de que a integração destas ao processo de investimento compõe o papel fiduciário das instituições; além da preocupação com o impacto no desempenho da companhia, os requisitos regulatórios e pressão por parte dos *stakeholders* (PRI, 2019, p.5).

Segundo PRI (2022b, p.2), as abordagens para se investir com responsabilidade usualmente combinam duas áreas mais amplas: a incorporação ESG, onde fatores ESG são considerados na prática de investimento, e a atuação engajada do investidor, em que se incentiva as empresas investidas a desenvolverem práticas de negócios mais sustentáveis ou a aprimorarem sua gestão de riscos ESG.

Na primeira, destacam-se o uso de três abordagens: a integração, isto é, a inclusão explícita dos fatores ESG no processo de análise e tomada de decisões, buscando gerenciar riscos e ampliar retornos; o filtro (ou *screening*), que consiste na adoção de filtros para inclusão ou exclusão de ativos da prática de investimento; e a temática, onde procura-se combinações de perfis atraentes de risco-retorno visando contribuir para um resultado específico. Já na segunda, é possível elencar como abordagens o engajamento, onde discute-se diretamente com as empresas as potenciais melhorias; e o voto à distância, por meio de assembleias pautadas em fatores ESG específicos.

É válido destacar ainda a existência de uma pressão regulatória global com relação à aderência das instituições financeiras ao ESG. De acordo com Bruno e Lagasio (2011), a Europa, por exemplo, tem intensificado suas políticas de regulamentação de ESG, de forma a garantir, entre outras coisas, a ampliação da visibilidade sobre o tema. Os autores citam como relevantes medidas regulatórias a *taxonomy regulation*, o *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD), o CRR2 e o *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) - sendo todas recentes e cujos objetivos compreendem aumentar a eficiência das práticas ESG. Bruno e Lagasio (2011) ainda consideram que a partir dessas iniciativas, o setor financeiro possuiria condições de desempenhar um papel “catalisador da transição para uma economia mais sustentável como um todo”.

Desde meados da década de 1990 a regulamentação do investimento responsável vem apresentado crescimento representativo, acompanhando a tendência do aumento nas intervenções políticas, principalmente a partir da "crise dos *subprimes*" de 2008. Além disso, a percepção de que o setor financeiro desempenha um papel primordial no enfrentamento dos desafios globais contribuiu para mudanças regulatórias significativas nessa questão. (PRI, 2022b, p.3)

No Brasil, o Banco Central (BC ou BACEN), enquanto regulador do Sistema Financeiro Nacional (SFN), emitiu no final de 2021 uma série de novas exigências de práticas ESG a serem cumpridas por instituições financeiras. Entre elas, se destaca a Resolução 4.943/21, que altera a Resolução nº 4.557/17 e dispõe sobre as estruturas de gerenciamento de riscos e gerenciamento de capital, bem como a política de divulgação de informações. O efeito prático de tal medida, que passou a vigorar em julho de 2022, é tornar compulsório que os riscos sociais, ambientais e climáticos sejam integrados aos processos de gestão de risco, além de exigir que as informações relacionadas a estes sejam incluídas na Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) (BORGES, 2022).

2.4 As limitações e desafios da prática ESG

Apesar de todas as vantagens e benefícios já citados neste trabalho em relação às práticas ESG, ainda existem desafios a serem superados. Entre as limitações da prática ESG, é possível destacar a dificuldade em se estabelecer métricas replicáveis e coesas de análise para os ativos. Na visão de Klement (2018, p.2), a definição de tais métricas está relativamente bem estabelecida para o mercado de ações, uma vez que existem sistemas de ratings especializados na avaliação. Para o mercado de títulos públicos e privados já existem algumas definições, enquanto outras classes mais alternativas, como ativos imobiliários, de infraestrutura e *private equity*, ainda há poucas definições, com os primeiros passos sendo dados nesse sentido.

De acordo com um estudo realizado pela consultoria Oliver Wyman, apesar de já existirem muitas opções de ferramentas para avaliação de fatores ESG, estas não conseguem suprir as necessidades da agenda de sustentabilidade corporativa. A dificuldade na mensuração dos fatores e a disponibilidade dos dados pelas empresas são apontados como parte do problema. Ao analisar-se os ratings financeiros, como os elaborados pelas agências Moody's, Fitch e S&P, observa-se um grande alinhamento dos resultados entre estes, ao passo que os ratings ESG apresentam notas muito divergentes para parâmetros iguais de mesmas empresas. Isso se deve ao fato das variáveis financeiras utilizadas para a classificação de risco já são bem estabelecidas e conhecidas, uma vez que foram aperfeiçoadas com o tempo, ao passo que os parâmetros para avaliação de questões sociais e ambientais não são unificados e ainda vêm sendo testados e melhorados (BERTÃO, 2022a).

Berg, Kölbel e Rigobon (2019) definem como elementos principais responsáveis pelas divergências observadas nos ratings ESG: o escopo, a ponderação e as medições; com os dois primeiros refletindo o que o rating se propõe a medir, enquanto o último representa como é medido. A conclusão aponta que tais divergências motivam interpretações diferentes, o que se torna um problema na medida em que os ratings, dessa maneira, tornam-se menos objetivos.

Outro desafio enfrentado pelas instituições refere-se aos dados de sustentabilidade - desde sua disponibilidade até outros fatores como acuracidade. É fato que existem iniciativas focadas na ampliação e difusão da divulgação destes dados, como o GRI (*Global Reporting Initiative*), cujo objetivo principal é auxiliar as companhias no processo através da definição de padrões para os seus relatórios (GRI, 2022); e como a SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*), que foca na definição de tópicos relacionados à sustentabilidade considerados materiais para cada setor econômico, ajudando na definição dos dados a serem reportados (SASB, 2022).

Quando se pensa em Europa ou Estados Unidos, há uma certa padronização na divulgação dos dados, ainda que esta não seja perfeita. Destaca-se que cerca de 90% das empresas que compõem S&P 500, principal índice da bolsa americana, reportaram suas ações de sustentabilidade espontaneamente (ECOSYSTEM MARKETPLACE, 2021). Tal fato vai de encontro com a Teoria da Divulgação Voluntária, que conforme definida por Salotti e Yamamoto (2008) “trata

do desenvolvimento da Teoria da Divulgação considerando a divulgação como um processo endógeno, ou seja, são considerados os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar as informações.”

No entanto, segundo o estudo conduzido por Plastun *et al.* (2020), no qual analisou-se a prática da divulgação de dados de sustentabilidade nas 50 maiores economias do mundo, há uma diferença significativa no nível de divulgação entre elas, com os países desenvolvidos apresentando melhores resultados em detrimento dos países em desenvolvimento. Neste sentido, observa-se que a prática no Brasil também não é tão difundida.

Das 328 empresas de capital aberto foco da análise - a maioria com mais de R\$ 1 bilhão de faturamento anual - nem a metade (48%) delas divulga o relatório de sustentabilidade, com informações sobre evolução de suas estratégias e atividades ESG, ou o relatório integrado, que abrange informações financeiras e ESG. (...) “O que é mais salta aos olhos é que 52% das empresas de capital aberto não possuem nem relatório de sustentabilidade e nem relato integrado”, pontua Adriana Moura, sócia líder de Governança, Riscos e Compliance (GRC) da Grant Thornton Brasil. (BERTÃO, 2022b)

Contudo, há uma tendência mundial quanto a regulamentação da publicação de dados de sustentabilidade, inclusive sendo proposto como obrigatório pela Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) para grandes empresas europeias até 2024 (THORNTON, 2022). No Brasil chegou a ser proposto o PLS nº289 de 2012, dispondo quanto a obrigatoriedade de Relatório de Sustentabilidade para as companhias ou sociedades anônimas, apesar de ter sido arquivado em 2018 (SENADO FEDERAL, 2022). No entanto, em alguns setores como o de Energia Elétrica, a divulgação do relatório já é mandatória, por meio da Resolução ANEEL nº 444, de 26 de outubro de 2001 (ANEEL, 2006, p.4).

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil, editou a Resolução CVM 59 no final de 2021, alterando a Instrução CVM 480, visando acompanhar a tendência mundial e os anseios de investidores sobre o tema. Essa medida altera as normas de divulgação de informações de caráter ESG por parte das emissoras, passando a valer a partir de 2023. Entre as principais mudanças, destaca-se a redução do horizonte temporal em relação ao qual as informações devem ser divulgadas, a nova formulação da apresentação de fatores de riscos e a inclusão de novos aspectos ESG, com destaque para questões climáticas (CVM, 2021).

O terceiro obstáculo que a temática ESG enfrenta é a prática chamada de *greenwashing*. Para TerraChoice (2010), o vocábulo compreende a ideia de disseminação de uma informação falsa ou incompleta por uma organização para apresentar uma imagem pública ambientalmente responsável. Segundo os autores de Freitas Netto *et al.* (2020), o termo foi cunhado em 1986 pelo ecologista Jay Westervelt e possui diversas definições, de modo que pesquisadores discordam sobre a definição exata do conceito. Há aqueles que consideram que o termo abrange apenas

questões ambientais, distinguindo-se do termo *bluewashing*, específico para problemas sociais; enquanto outros não fazem tal diferenciação, denotando o *greenwashing* como um fenômeno social e ambiental.

Como um exemplo da prática, In e Schumacher (2021) apontam a existência do chamado “*carbonwashing*”, problema especificamente ligado à divulgação de dados relacionados a emissões de carbono. É observada a existência de uma tendência por parte das empresas em divulgar dados de redução de emissão de carbono a partir de metas estabelecidas por elas mesmas, o que aumenta a discrepância entre o discurso corporativo de descarbonização e as ações tangíveis.

2.5 Índices voltados à sustentabilidade

No contexto do mercado financeiro, é amplamente difundido o uso de índices como ferramenta para avaliação do desempenho de um determinado grupo de ativos. Usualmente elaborados por instituições especializadas, estes funcionam como carteiras teóricas compostas por ativos diversos, selecionados segundo critérios determinados pela metodologia do índice. Além do caráter informativo sobre o desempenho dos ativos, também são muito utilizados como *benchmarks* para comparação de desempenho por outros portfólios (NAKAMURA, 2000, p.69).

Existem desde índices amplos como o Ibovespa, principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3, cuja finalidade é refletir a performance agregada do mercado (no caso do Ibovespa, do mercado de ações brasileiro); até índices focados em avaliar determinados segmentos e setores, como o IFIX, que indica o desempenho médio de fundos imobiliários negociados na B3. Em linha com a evolução das pautas ESG e de responsabilidade social corporativa, foram elaborados índices focados em avaliar o desempenho de ativos que apresentam um maior alinhamento com estas (B3, 2022b). Nas seções 2.5.1 e 2.5.2 serão abordadas as metodologias empregadas por dois desses índices, o ISE B3 e a família dos índices MSCI ESG, com foco no processo de seleção dos ativos ESG.

2.5.1 Metodologia ISE B3

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) é definido como um “indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial” (B3, 2022c, p.3). Este é elaborado anualmente pela B3 a partir da aplicação do Questionário ISE B3, a ser respondido pelas empresas elegíveis ao índice.

É válido ressaltar que a participação é voluntária por parte das companhias, caso estas desejem divulgar suas informações de sustentabilidade e potencialmente compor o índice. Segundo B3 (2019) os critérios de elegibilidade incluem estar entre as 200 primeiras no Índice de Negociabilidade (IN) no período de vigência das três carteiras anteriores, tendo no mínimo 50% de presença em pregão no período, além de não ser classificada como “*penny stock*”.

O questionário ISE B3 é estruturado em quatro níveis: dimensões, temas, tópicos e perguntas. As dimensões e temas são definidos com base nos *frameworks* propostos pela SASB, sendo realizados ajustes na estrutura e conteúdo dos temas de modo a refletir as necessidades do ISE B3. Além disso, as ferramentas publicadas pela GRI e pelo Sistema B¹ também são utilizadas como referência para o conteúdo, além do histórico de aplicação do próprio questionário ISE B3 e das contribuições recebidas por meio de amplas consultas públicas (B3, 2022a, p.7). Um tema é definido como material para um setor

quando os assuntos tratados em seu questionário são considerados relevantes para a capacidade de geração de valor das empresas desse setor, no curto, médio e longo prazo. Essa consideração inclui também riscos decorrentes de falhas na gestão de possíveis impactos socioambientais negativos, assim como riscos reputacionais decorrentes de conflito com as expectativas da sociedade. (B3, 2022a, p.8)

Para tal avalia-se as publicações feitas por empresas potencialmente participantes do processo seletivo para a carteira ISE B3 e o potencial risco financeiro de cada tema, combinando a magnitude e o prazo de possível impacto no fluxo de caixa (B3, 2022a, p.8). Desse modo, os temas são classificados em dois tipos: gerais, que são respondidos por todas as empresas participantes; e específicos, que são respondidos apenas por aquelas em cujo setor haja materialidade do tema. Além disso, há perguntas específicas a serem respondidas apenas por empresas de determinados setores, de modo a se obter um refinamento adicional (B3, 2022a, p.7).

A figura 3 traz uma visão resumida do *framework* do questionário ISE B3 2022. Conforme se observa, há a divisão em 5 dimensões: Capital Humano, Governança Corporativa e Alta Gestão, Modelo de Negócio e Inovação, Capital Social e Meio ambiente. As duas primeiras possuem apenas temas obrigatórios, enquanto as demais preveem apenas um ou dois temas obrigatórios por setor. Destaca-se que a definição das dimensões não segue a divisão tradicional ESG, isto é, Ambiental, Social e Governança, mas sim a definição de materialidade proposta pela SASB.

Além das 5 dimensões compreendidas pelo questionário, há a avaliação de uma sexta dimensão, denominada “Mudanças Climáticas”. Para tal, utiliza-se como dado o Score CDP-*Climate Change*, elaborado pela ONG *Carbon Disclosure Project* (CDP) (B3, 2022a, p.15). A organização busca avaliar o progresso de uma empresa em termos de gestão ambiental, incluindo seu nível de detalhamento e abrangência, bem como a conscientização em relação aos problemas relacionados às mudanças climáticas, aos métodos de gestão e progressos das iniciativas sobre mudanças climáticas (CARBON DISCLOSURE PROJECT, 2022).

A partir das respostas submetidas e do Score CDP, é calculado o Score Base de cada empresa respondente, sendo atribuído um valor entre 0 e 100, seguindo as regras definidas em

¹ O Sistema B é uma organização responsável pelo engajamento, divulgação e promoção do Movimento Global de Empresas B. Criado em 2006 nos Estados Unidos, o movimento possui como objetivo apoiar e certificar as empresas que criam produtos e serviços voltados para resolver problemas socioambientais (SISTEMA B, 2022)

6 Dimensões	28 Temas	Perguntas
Capital Humano	Práticas trabalhistas Saúde e segurança do trabalhador Engajamento, diversidade e inclusão dos funcionários Fundamentos de Gestão da Sustentabilidade Empresarial Gestão de riscos Práticas de Governança Corporativa Ética nos negócios Manutenção do ambiente competitivo Gestão dos ambientes legal e regulatório Sustentabilidade do modelo de negócio Design de produto e gestão do ciclo de vida Eficiência no suprimento e uso de materiais Gestão da cadeia de fornecimento Finanças Sustentáveis	8 10 11 24 9 23 8 2 11 10 4 6 7 27
Governança Corporativa e Alta Gestão	Direitos humanos e relações com a comunidade Investimento Social Privado e Cidadania Corporativa Acessibilidade técnica e econômica Qualidade e segurança do produto Práticas de venda e rotulagem de produtos Bem-estar do cliente Privacidade do cliente Segurança de dados	8 6 3 6 10 7 5 8
Modelo de Negócio e Inovação	Políticas e Práticas de Gestão Ambiental Impactos ecológicos Gerenciamento de energia Gestão de água e efluentes líquidos Gestão de resíduos e materiais perigosos Qualidade do ar	15 7 4 8 5 7
Capital Social	Mudanças Climáticas	-
Meio ambiente		

Figura 3 – *Framework* do Questionários ISE B3

Fonte: Adaptado de B3 (2022f, p.6)

B3 (2022a, p.9). É determinado que todas as dimensões possuem o mesmo peso, sendo que cada tema incluso em uma dimensão também possui peso igual. As perguntas seguem a mesma lógica, de modo que é atribuído o mesmo peso para todas perguntas de um tema. No entanto, os pesos podem ser ajustados conforme necessidade.

O ajuste na ponderação é feito a partir da definição setorial, sendo um procedimento excepcional com objetivo de adequar a importância dos assuntos em cada contexto. Para tal é atribuído um nível de relevância ao tema/pergunta (normal, baixa ou alta), sendo definido com base na análise de sensibilidade desta (B3, 2022a, p.9-10). Já a pontuação obtida a partir de cada pergunta varia de acordo com seu tipo, conforme disposto na figura 4(a), ao passo que a atribuição de pontos na dimensão “Mudanças Climáticas” é baseada no Score CDP-Climate Change, sendo este convertido em um fator de desempenho de 0 a 100%, através de interpolação linear (B3, 2022a, p.16), conforme demonstrado na figura 4(b).

Uma vez computado o Score Base, é iniciada a coleta de evidências documentais e avaliação qualitativa do processo. Para cada empresa respondente, são sorteadas 5 perguntas do questionário, uma por dimensão, para as quais a empresa deverá fornecer evidências que corroborem com a resposta. Tais evidências são avaliadas tecnicamente e é atribuída uma nota: 0 (recusada), 0,5 (parcialmente aceita) e 1 (aceita). Essa avaliação possui como objetivo “incentivar

Tipo de pergunta	Alternativas de resposta	Distribuição de pontos		
Escolha única, tipo “sim” ou “não”	“Sim”, tem a prática “Não”, não tem a prática	“Sim”: 100% dos pontos “Não”: 0% dos pontos		
Escolha única com 5 alternativas, sendo que 4 delas pontuam	a) Não atende b) Atende pouco c) Atende medianamente d) Atende bem e) Atende plenamente	a) 0% dos pontos b) 25% dos pontos c) 50% dos pontos d) 75% dos pontos e) 100% dos pontos		
Escolha múltipla, com 5 alternativas, sendo 4 que delas pontuam	a) Tem atributo “w” b) Tem atributo “x” c) Tem atributo “y” d) Tem atributo “z” e) Nenhuma das anteriores	a) 25% dos pontos b) 25% dos pontos c) 25% dos pontos d) 25% dos pontos e) 0% dos pontos		

(a) Pontuação por tipo de pergunta do questionário

(b) Fator de desempenho com base no Score CDP

Figura 4 – Determinação da pontuação obtida

Fonte: Adaptado de B3 (2022a, p.13 e 16)

as empresas a serem rigorosas e conservadoras em suas respostas ao questionário, promovendo maior consistência, precisão e comparabilidade nos resultados”(B3, 2022a, p.18).

Segundo B3 (2022a, p.19), com intuito de se obter mais objetividade e consistência na avaliação, o processo é acompanhado por uma empresa de auditoria externa (KPMG) e segue um procedimento sistemático e padronizado. Para cada pergunta sorteada é elaborado um protocolo específico, no qual se detalham os aspectos a serem considerados na avaliação da documentação, os quais incluem: a abrangência e aplicabilidade das evidências; os aspectos formais, ou seja, quais os requisitos para a validade do documento como evidência; bom como a isenção de julgamento quanto à qualidade intrínseca da prática ou atributo evidenciado.

A partir das análises e resultados, é calculada a Nota Qualitativa de cada empresa, que consiste na média aritmética das pontuações, convertidas numa escala de 0 a 100. Também é calculado o Fator Qualitativo (FQ), que corresponde a Nota Qualitativa (NQ) convertida em fator de 0 a 1 e ajustada para impactar em 50% o Score Base (B3, 2022a, p.20). A fórmula completa para cálculo do FQ encontra-se exposta no Apêndice A.

Por fim, é calculado o Score ISE B3 do produto do Score Base e do Fator Qualitativo, com arredondamento até a segunda casa decimal (B3, 2022a, p.20-21). Uma vez atribuídos os Score ISE B3 de todas as empresas respondentes, é calculada a nota de corte, que define quais empresas passarão a integrar o índice. Conforme definido em B3 (2022c, p.7), esta assume o valor máximo entre a diferença da média e o desvio-padrão dos Scores do corrente ano ou dos anos anteriores combinados (ver Apêndice A).

Para a inclusão de uma empresa no índice, além da necessidade de seu Score ISE B3 ser maior que a Nota de Corte, existem os requisitos mínimos a serem obtidos: pontuação por tema ser maior ou igual a 0,01, pontuação qualitativa mínima de 70 pontos percentuais e Score CDP igual ou superior a “C”. Determinadas perguntas também são utilizadas como critério de exclusão, na medida que estas definem “parâmetros mínimos” para se considerar uma empresa

ESG, por exemplo a existência de políticas de saúde e segurança no trabalho (SST) ou riscos com critérios socioambientais (B3, 2022c, p.4). No Apêndice B encontram-se expostos todos os critérios excludentes.

Outro critério para inclusão se refere ao dado obtido do RepRisk, um “fornecedor internacional de coleta e análise massiva de informações públicas disponíveis on-line sobre riscos ambientais, sociais e de governança corporativa” (B3, 2022a, p.22). A partir da observância do índice RRI (RepRisk Index), que varia de 0 a 100, verifica-se a exposição histórica da empresa à mídias negativas e controvérsias, sendo definido um valor mínimo para inclusão.

A ferramenta também é utilizada como meio de acompanhamento contínuo das empresas, podendo estas serem excluídas da carteira diante de crises maiores. O mecanismo de gestão que a B3 adota para esses casos inclui a classificação do evento segundo sua severidade, com o procedimento a ser seguido baseado nesta. Tal material encontra-se completo no apêndice C.

Como produto final da metodologia, há a seleção das empresas que comporão o ISE B3 ao longo do período de um ano, bem como as pontuações em cada nível do questionário. Visando trazer mais visibilidade às empresas, a B3 também divulga as respostas submetidas nos questionários. O rebalanceamento do índice é feito quadrimensalmente, onde são redefinidas as quantidades teóricas dos ativos dentro da carteira, podendo ocorrer a exclusão/inclusão de algum ativo mediante alteração do Score CDP ou do RRI (B3, 2022c).

2.5.2 Metodologia *MSCI ESG Ratings*

A *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) é uma instituição financeira americana voltada para pesquisa, sendo notável pela publicação de índices de ações, renda fixa, imobiliários e outras ferramentas de análise de produtos financeiros. Publicados desde 1969, estes índices são elaborados segundo metodologia própria, sendo uma das principais ferramentas para se medir o desempenho das bolsas de valores globalmente (MSCI, 2022a).

Os índices elaborados possuem versões com recortes geográficos (por países e regiões), por setor, temática, tamanho das empresas, entre outros fatores. Entre eles, destacam-se: *MSCI World Index*, *MSCI Emerging Markets Index* e *MSCI ACWI Index*, responsáveis por medir o desempenho das principais ações em, respectivamente, países desenvolvidos, emergentes e globalmente (MSCI, 2022a). O foco deste trabalho está nos índices ESG elaborados pela instituição, denominados de família *MSCI ESG Indexes*, composta por mais de 1500 índices com diferentes recortes, cuja metodologia de seleção se baseia nos ratings obtidos pelas empresas no *MSCI ESG Ratings* (MSCI, 2021; MSCI, 2022d).

O sistema do *MSCI ESG Ratings* foi estabelecido com o intuito de auxiliar os investidores institucionais a entenderem os riscos e oportunidades relacionados aos fatores ESG, integrando-os ao processo de construção e gestão de portfólios. Por definição, empresas avaliadas com ratings maiores apresentam uma maior resiliência aos riscos ambientais, sociais e de governança

3 Dimensões	10 Temas	35 Critérios
Ambiental	Mudanças Climáticas	Emissões de Carbono
		Pegada de Carbono do Produto
		Financiamento do Impacto Ambiental
		Vulnerabilidade a Mudanças Climáticas
	Capital Natural	Estresse Hídrico
		Biodiversidade e uso da terra
		Fornecimento de matéria prima
	Poluição e Lixo	Emissões tóxicas e lixo
		Embalagem e lixo
		Lixo Eletrônico
	Oportunidades Ambientais	Oportunidades em Clean Tech
		Oportunidades em Construção Sustentável
		Oportunidades em Energias renováveis
Social	Capital Humano	Gestão do Trabalho
		Saúde e Segurança
		Desenvolvimento de Capital Humano
		Gestão de mão de obra em supply chain
	Confiabilidade do Produto	Qualidade e Segurança do Produto
		Segurança Química
		Proteção Financeira do Consumidor
		Privacidade e Segurança de Dados
	Relação com Stakeholders	Investimento Responsável
		Saúde e Risco Demográfico
		Cadeia de Fornecimento
Governança	Oportunidades Sociais	Relações com a Comunidade
		Acesso aos Meios de Comunicação
		Acesso a Finanças
		Acesso a Assistência Médica
	Governança Corporativa	Oportunidades em Nutrição e Saúde
		Propriedade e Controle
		Diretoria
	Comportamento Corporativo	Pagamento
		Contabilidade
		Ética de Negócios
		Transparência Fiscal

Figura 5 – *Framework* adotado pelo *MSCI ESG Ratings*

Fonte: Adaptado de MSCI (2022b, p.6), tradução livre do autor

no longo prazo (MSCI, 2022b, p.5). Ao todo, são avaliadas mais de 8500 empresas em nível global por mais de 200 analistas, sendo classificadas a partir de um sistema de letras, com as “líderes” recebendo “AAA”, enquanto as “retardatárias” recebem “CCC” (MSCI, 2022d; MSCI, 2022e).

Sua metodologia é focada em analisar apenas temas considerados materiais, com definições específicas para cada setor econômico. Um risco é avaliado como material quando este pode incorrer em custos substanciais para as empresas. Uma oportunidade, por sua vez, é considerada material para um setor quando apresenta potencial de capitalização, gerando lucro para as empresas deste (MSCI, 2022e, p.3). O processo de identificação de materialidade usa como base o *framework* demonstrado na figura 5, estruturado em 3 dimensões (Ambiental, Social e Governança), a partir das quais são definidos 10 temas, que por sua vez definem 35 critérios de análise².

A partir da análise de dados variados de fontes diversas, incluindo as publicações

² A tradução mais correta para os níveis do *framework* seria pilares, temas e tópicos-chave. No entanto, optou-se pela tradução utilizada no texto com o intuito de se aproximar dos níveis definidos pelo *framework* da B3, visando tornar a comparação mais direta.

Nível de Contribuição para o Impacto Ambiental ou Social	Prazo esperado para que o risco/oportunidade se	
	Curto Prazo (< 2 anos)	Longo Prazo (5+ anos)
	Peso máximo	Peso mínimo
O setor é um grande contribuidor para o impacto		
O setor é um contribuidor menor para o impacto		

Figura 6 – *Framework* usado para definição dos pesos

Fonte: Adaptado de MSCI (2022b, p.16), tradução livre do autor

empresariais (como reportes anuais, relatórios 10-K, relatórios de sustentabilidade, documentos regulatórios, atas de assembleias, entre outros), mais de 100 fontes acadêmicas, governamentais, regulatórias e de ONGs, além do monitoramento de mais de 3400 mídias, são definidos os mais de 350 parâmetros nos quais serão avaliados os critérios do *framework*. Os critérios inclusos nas dimensões “Ambiental” e “Social” são selecionados para cada setor, com base na materialidade identificada. Essa análise é feita com base na relevância dos riscos e oportunidades identificados, onde também são definidos os pesos de cada critério na composição final do rating. O peso da dimensão “Governança”, por sua vez, é determinado no nível da dimensão, de modo que são avaliados todos os seis critérios para todos setores. Excepcionalmente, é possível que certas empresas apresentem critérios diferentes ou recebam uma ponderação de pesos diferentes das demais do seu setor, a depender de suas especificidades (MSCI, 2022c, p.3-5).

Para cada critério das dimensões “Ambiental” e “Social” selecionado para um setor é atribuído um peso entre 5% e 30% do rating final. Nesta análise é considerada a contribuição do setor em comparação aos demais para se gerar impacto no tópico (alto, médio ou baixo), bem como o seu horizonte temporal (curto, médio ou longo prazo), conforme se observa na Figura 6. Já o peso da dimensão “Governança” é determinado a partir do mesmo método, sendo determinado, no entanto, no nível da dimensão para cada setor. O peso atribuído para a dimensão tem um limite mínimo de 33% do rating final (MSCI, 2022b, p.15-17).

A fim de avaliar os critérios materiais das dimensões “Ambiental” e “Social” busca-se analisar tanto a ótica dos riscos quanto das oportunidades, atribuindo uma nota entre 0 e 10 para cada. Para ambos, avalia-se o nível de exposição e a capacidade de gerenciamento de riscos/oportunidades. A nota final é calculada com base nestes dois parâmetros, a partir dos modelos observados nas figuras 7(a) e 7(b) (MSCI, 2022b, p.30-32).

Para quantificar-se o nível de exposição da empresa considera-se seu *core business*, ou seja, os locais de suas operações e outros fatores relevantes, como, por exemplo, produção terceirizada ou dependência de contratos governamentais. Já para a avaliação de sua capacidade de gerenciamento de riscos/oportunidades, consideram-se as estratégias desenvolvidas, o seu desempenho histórico em lidar com riscos específicos/aproveitar oportunidades, bem como a verificação de controvérsias em curso ou ocorridas nos últimos três anos (MSCI, 2022b, p.18-22).

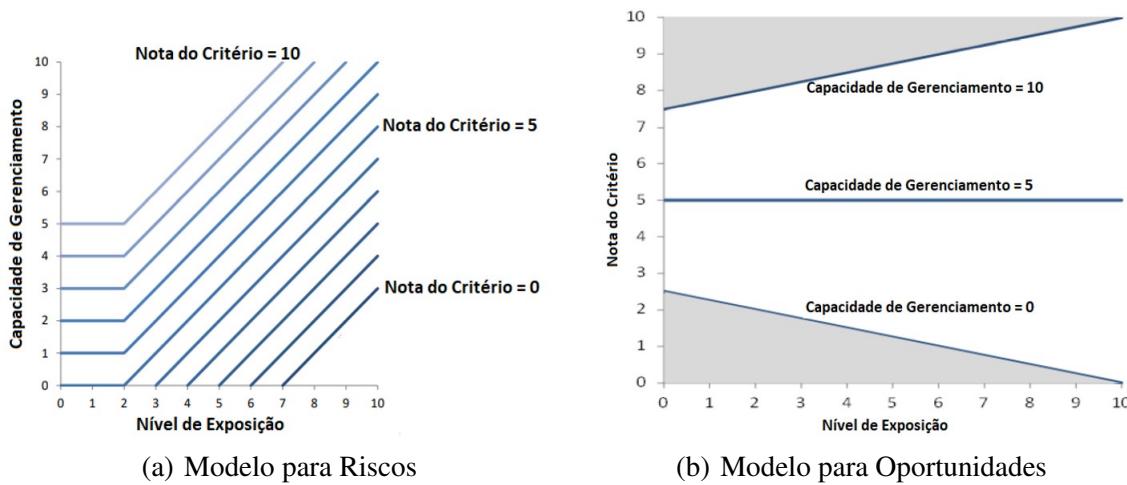


Figura 7 – Modelo usado para definição da pontuação dos parâmetros

Fonte: Adaptado de MSCI (2022b, p.32-33), tradução livre do autor

A avaliação da dimensão “Governança” é feita a partir da análise de cada critério independentemente, nos quais cada parâmetro possui uma pontuação correspondente, não divulgada pelo MSCI. Tal pontuação é determinada a partir de um sistema dedutivo de pontos, iniciando-se com nota 10 e sendo subtraídos pontos conforme identifica-se discordância com os parâmetros específicos. A partir da atribuição desses pontos, são definidas as pontuações por critério, tema e dimensão, sendo cada uma a soma do nível inferior. Uma vez definida a pontuação da dimensão, esta é ajustada para um valor entre 0 e 10, com as demais pontuações sendo ajustadas seguindo a mesma lógica, sendo estas as pontuações finais obtidas (MSCI, 2022b, p.33).

Segundo MSCI (2022b, p.39-40), uma vez atribuídos todos os pesos e pontuações, é calculada a média ponderada de cada empresa avaliada. No entanto, com o intuito de balancear as diferenças fundamentais de cada setor, todas as médias ponderadas são normalizadas em relação às empresas do mesmo setor, de modo que as empresas com a maior e a menor média dentro de um setor se encontrarão, respectivamente, entre o 95º e o 100º percentil e entre 0º e 5º percentil da média final ajustada. As demais empresas do setor são distribuídas ao longo dos demais percentis, sendo sua média final ajustada determinada a partir da sua posição.

Por fim, com base nas médias finais ajustadas, as empresas recebem um rating (entre AAA e CCC), conforme demonstrado na Figura 8. Esse sistema é atualizado semanalmente, sendo abastecido por novos dados e pela observância de novas questões controversas, procurando manter as informações utilizadas o mais consistente possível. São recalculadas as pontuações de gerenciamento e exposição de cada risco/oportunidade, as pontuações e pesos de cada critério/dimensão, bem como a média ponderada de cada empresa. As médias finais ajustadas e o rating alfabético, no entanto, são recalculados a partir da parecer de um analista, diante da observância de um evento controverso maior.

Classificação de Letras	Líder/Retardatário	Pontuação final da empresa ajustada ao setor
AAA	Líder	8.571*10.0
AA	Líder	7.143-8.571
A	Mediano	5.714-7.143
BBB	Mediano	4.286-5.714
BB	Mediano	2.857-4.286
B	Retardatário	1.429-2.857
CCC	Retardatário	0.0-1.429

Figura 8 – Determinação do Rating com base na média final ajustada

Fonte: Adaptado de MSCI (2022b, p.7), tradução livre do autor

Por sua vez, o processo de monitoramento de controvérsias é constante, sendo cada caso analisado sob a perspectiva da natureza (mínimo à flagrante) e da repercussão do impacto (baixa à amplamente difundida), determinando-se um nível de severidade (Ver *framework* no Apêndice D). Algumas circunstâncias podem agravar ou atenuar a avaliação do evento, como por exemplo se a participação da empresa for indireta ou se comunidades mais vulneráveis foram afetadas. A partir da classificação de severidade, são tomadas as medidas cabíveis, podendo a controvérsia afetar apenas a pontuação de um parâmetro ou, em casos mais graves, desencadear um processo de revisão completa do rating daquela empresa (MSCI, 2022b, p.21-23).

O produto final principal da metodologia, é a classificação alfabética do referido sistema de rating, que serve de base para a definição dos ativos que comporão os índices elaborados (MSCI, 2022b, p.40). As pontuações por dimensão, tema e critério também são determinadas e usadas para composição de índices específicos, como por exemplo o *MSCI World Governance-Quality Index*, onde são selecionadas as empresas com maior pontuação na dimensão de governança (MSCI, 2022f). Além dos índices, os ratings alfabéticos também são um produto oferecido pelo MSCI ao seus clientes interessados em obter as informações de companhias específicas (MSCI, 2021).

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da Pesquisa

Relembra-se que este trabalho possui como objetivo avaliar as metodologias adotadas pelos índices de sustentabilidade, em seus respectivos processos de seleção de empresas de capital aberto, de modo a se obter uma visão mais amplificada do referido processo. Portanto, pode-se classificar a pesquisa quanto aos seus objetivos como exploratória. Segundo Gil (2002, p.41), o objetivo deste tipo de pesquisa é “proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a tomá-lo mais explícito ou a construir hipóteses”.

Com relação ao seu delineamento, esta pesquisa é definida como um estudo de caso, uma vez que se trata da investigação de um fenômeno a partir de um contexto definido, perfazendo uma análise de casos selecionados segundo a lógica da pesquisa, de modo a se construir um conhecimento mais aprofundado e detalhado sobre o assunto. De acordo com Miguel (2007, p.219), este pode ser definido como “uma análise aprofundada de um ou mais objetos (casos), para que permita o seu amplo e detalhado conhecimento”.

Segundo Mattar (2014, p.45), é possível definir a pesquisa como qualitativa baseado na natureza das variáveis estudadas, pois ela “identifica a presença ou a ausência de algo, enquanto a quantitativa procura medir o grau em que algo está presente”. A classificação de pesquisa descritiva também pode ser utilizada para caracterizar a natureza do relacionamento entre as variáveis estudadas (MATTAR, 2014, p.45). Além disso, a definição de pesquisa por observação também pode ser aplicada ao trabalho, pois “os dados não são obtidos por declaração do pesquisado, mas pela observação de seus atos, comportamentos e fatos” (MATTAR, 2014, p.46).

Diante destas definições e tomando como referência o modelo de Condução do estudo de caso elaborado por Miguel (2007, p.221), a pesquisa seguiu o seguinte procedimento metodológico:

- Definição da estrutura conceitual-teórica, a partir da revisão bibliográfica sobre os conceitos ESG, a evolução da pauta e suas limitações, onde foi identificada a relevância e necessidade em se estudar as metodologias dos referidos índices.
- Planejamento dos casos, sendo definidos os índices a serem analisados, bem como as variáveis e fontes de dados, que seguem detalhados nas seções 3.2 e 3.3.
- Coleta de dados, conforme exposto na seção 2.5, em que se encontram as informações mais relevantes extraídas das fontes selecionadas.

- Análise dos dados, na qual foram comparadas as informações obtidas segundo os parâmetros estabelecidos na seção 3.4, buscando perfazer o objetivo principal do trabalho de identificar os melhores aspectos de cada metodologia. O resultado encontra-se exposto no capítulo 4.
- Geração do relatório, como forma de registro por meio deste trabalho.

3.2 Seleção dos Índices

Com o intuito de delimitar o escopo deste trabalho, optou-se pela seleção de dois índices de sustentabilidade como foco da análise. Os principais critérios adotados para a seleção foram a sua relevância, abrangência e natureza de elaboração, sendo priorizada a escolha de um índice que avaliasse o mercado brasileiro. Ainda, a disponibilidade de informações públicas quanto às metodologias e aos resultados destes também foram levados em consideração.

Dessa maneira, o ISE B3 foi selecionado como objeto de análise deste trabalho, uma vez que ele se sobressai como o principal índice de sustentabilidade empresarial no Brasil. Criado em 2005 e elaborado desde então pela B3, destaca-se pelo seu pioneirismo na América Latina, sendo o quarto índice de sustentabilidade mais antigo do mundo. É utilizado pelo mercado como *benchmark* e ferramenta de análise ESG, sendo um indicador de desempenho das empresas brasileiras mais comprometidas com a sustentabilidade (B3, 2022d). Ademais, sua metodologia de elaboração foi revisada em 2021 a fim de ser replicável e aderente às necessidades do mercado, sendo relevante o seu estudo e aprofundamento (B3, 2022f, p.1).

A fim de traçar um comparativo com um índice estabelecido em nível global, foi selecionada a família dos índices MSCI ESG, elaborados pelo *Morgan Stanley Capital International*. Por se tratar de uma empresa especializada em pesquisa na área financeira há mais de 50 anos, que se destaca na elaboração de ferramentas e soluções de suporte para as tomadas de decisões de investimento (MSCI, 2022a).

É válido ressaltar, no entanto, que os dois índices possuem propósitos e abordagens diferentes. O primeiro é um índice elaborado por uma bolsa de valores em nível nacional, com intuito de avaliar o desempenho ESG no contexto brasileiro, recompensando as empresas mais comprometidas com sua credibilidade, criando um *benchmark* para o mercado e trazendo visibilidade com a ampla divulgação das informações (como por exemplo, as respostas aos questionários). Já o segundo é concebido por um instituto especializado em pesquisa, com a finalidade de constituir uma linha de produtos a ser oferecido para o mercado global, contando com uma equipe maior para análise e tornando públicas apenas as informações menos sensíveis do processo. Todas as análises realizadas, portanto, devem levar tais fatores em consideração.

3.3 Coleta de Dados

Uma vez delimitado o escopo da pesquisa, com a definição do universo analisado, optou-se por focar a análise no método empregado pelos índices para a avaliação das empresas. Isto inclui todos os aspectos e processos referentes à seleção do índice, como o embasamento teórico, o processo de coleta de dados, os parâmetros analisados, a atribuição de pesos e notas, os critérios de inclusão e exclusão, entre outros. Aspectos como a ponderação dos ativos na carteira dos índices e seu desempenho financeiro não serão abordados pelo trabalho.

Desse modo, a utilização de dados primários foi considerada como a fonte mais adequada para a pesquisa, em razão desta atender a demanda de coleta das variáveis. Segundo Mattar (2014, p.92), dados primários são aqueles que “não foram antes coletados, estando ainda na posse dos pesquisados, e que são coletados com o propósito de atender às necessidades específicas da pesquisa em andamento”.

Assim, utilizou-se como principal fonte os dados disponibilizados publicamente pelas próprias instituições responsáveis pela elaboração dos índices. Em todos os casos, estas divulgam em seus respectivos sites institucionais a descrição completa da sua metodologia de pesquisa, incluindo os processos auxiliares, como o monitoramento de riscos. Na seção 2.5 deste trabalho estão compiladas e descritas as informações mais relevantes obtidas a partir destas fontes, que servirão como base para a análise no capítulo 4.

3.4 Parâmetros de Análise

Uma vez coletados os dados de suas respectivas fontes, procurou-se estabelecer relações entre os casos analisados, de modo a viabilizar a comparação. Neste ponto, foram observados quais os aspectos e processos que as metodologias compartilhavam entre si, bem como as suas diferenças específicas. Diante disso, foram definidos os parâmetros de análise, buscando tornar a comparação mais objetiva e concisa. Optou-se por estruturar o desenvolvimento deste trabalho em dois blocos, sendo estes referentes ao conteúdo abordado e ao método de avaliação utilizado.

O estudo do conteúdo busca compreender o quanto as metodologias desenvolvidas estão alinhadas com os conceitos ESG e as discussões mais recentes do tema. Buscou-se considerar o embasamento teórico dos *frameworks* adotados, mensurando o quanto estes estão em consonância com a bibliografia mais atualizada; a definição dos critérios avaliados e o quanto estes estão direcionados aos ODS; a perspectiva de risco, buscando entender como e em que medida as metodologias abordam o gerenciamento de riscos.

A partir da inspiração do trabalho de Barra (2022), onde são avaliados o quanto os relatórios de sustentabilidade publicados pelas empresas que compõe o IBRx50¹ estão relacionados com os ODS, procurou-se estabelecer a relação dos níveis definidos nos *frameworks* com os

¹ Índice que avalia o desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade na B3. (B3, 2022b)

ODS. Para tal, analisou-se a descrição de cada tema do questionário B3 e cada critério do MSCI, estabelecendo quais ODS são abordados em cada um. A partir dessas, avaliou-se o quanto o ODS está compreendido pelo conjunto de temas/critérios destacados, atribuindo uma das 4 possíveis classificações:

- O ODS é abordado de maneira satisfatória.
- O ODS é abordado de maneira mediana.
- O ODS é abordado de maneira tangencial.
- O ODS não é abordado.

Com relação ao método de avaliação, buscou-se estudar a complexidade de cada procedimento, na medida em que eles possibilitem análises mais profundas dos aspectos ESG, sem perda de objetividade. Quanto aos parâmetros definidos, são estes: as fontes de dados, isto é, de onde e como foram extraídas as informações; a ponderação de pesos e a atribuição de notas, levando em consideração os parâmetros adotados para cada um; o tratamento às diferenças setoriais e específicas, ou seja, como a metodologia se adapta diante de diferenças inerentes às empresas; o cálculo final do rating e os métodos de normalização empregados, avaliando o quanto eles impactam no rating final de uma empresa; o monitoramento de controvérsias e o rebalanceamento, onde procura-se entender os processos após a publicação da carteira. Neste ponto procurou-se levar ao máximo em consideração as diferenças fundamentais de abordagem e propósito de cada índice, uma vez que o refinamento maior de um método de avaliação está diretamente relacionado a elas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Abordagem do Conteúdo

Inicialmente, é possível destacar uma diferença fundamental na estrutura dos *frameworks* utilizados pelas metodologias: o MSCI utiliza a sigla ESG como definidora das dimensões; ao passo que a B3 determina as cinco dimensões do questionário com base no padrão da SASB, além de incluir uma sexta dimensão específica para mudanças climáticas. Ademais, para determinação da materialidade, a primeira se baseia no conjunto de dados coletados, avaliando o quanto estes apresentam relevância para cada setor. Já a segunda é embasada nos padrões da SASB, GRI e Sistema B, sendo tais fontes também utilizadas na determinação dos temas, tópicos e perguntas.

Entende-se que a escolha da B3 para estruturação do *framework* segundo os padrões existentes (de iniciativas focadas no reporte de dados de sustentabilidade) torna a avaliação mais integrada em nível global. Também facilita para empresas respondentes do questionário, caso sigam os padrões para divulgação de seus dados. Além de possibilitar uma maior compatibilidade das informações, caso fosse adotada a metodologia de coleta de dados semelhante a do MSCI (onde eles são obtidos a partir de informações públicas e não de questionários).

Com relação ao MSCI, avalia-se que a escolha possibilita um alto refinamento para determinação da materialidade, isto é, para a definição dos critérios relevantes na análise de cada setor; possibilitando também que um conjunto de dados mais objetivos e relevantes seja usado na análise ESG. No entanto, entende-se que a utilização dos padrões, em alguma medida, tornaria a metodologia mais coesa. Também se considera que a definição das dimensões segundo a sigla ESG torna a avaliação menos flexível e com menos possibilidades, uma vez que determinados temas e critérios abrangem o escopo de mais de uma dimensão.

Para avaliação da abordagem do conteúdo ESG pelas metodologias, entendeu-se como relevante considerar o quanto estas se relacionam com os ODS da ONU. A partir da metodologia descrita na seção 3.4, foram estabelecidas suas relações com os temas e critérios abordados nos *frameworks*, conforme exposto nas figuras 9 e 10. Importante frisar que a interpretação direta deve ser feita apenas no sentido vertical, isto é, a relação de um tema com os ODS destacados não é necessariamente direta (ver Notas 1 e 2).

O *framework* utilizado pela B3 compreende: satisfatoriamente, nove ODS (5, 6, 7, 8, 10, 12, 13, 15 e 16); de forma mediana, três ODS (3, 9 e 11); tangencialmente, três ODS (1, 4 e 14). Os ODS 2 e 17 não são avaliados diretamente. Todos os temas incluídos estão relacionados com pelo menos um ODS, sendo possível destacar dentre eles: “Direitos humanos e relações com a comunidade” e “Investimento Social Privado e Cidadania Corporativa”, por se relacionarem com seis ODS no total; e “Políticas e Práticas de Gestão Ambiental”, com quatro ODS abordadas de maneira satisfatória.

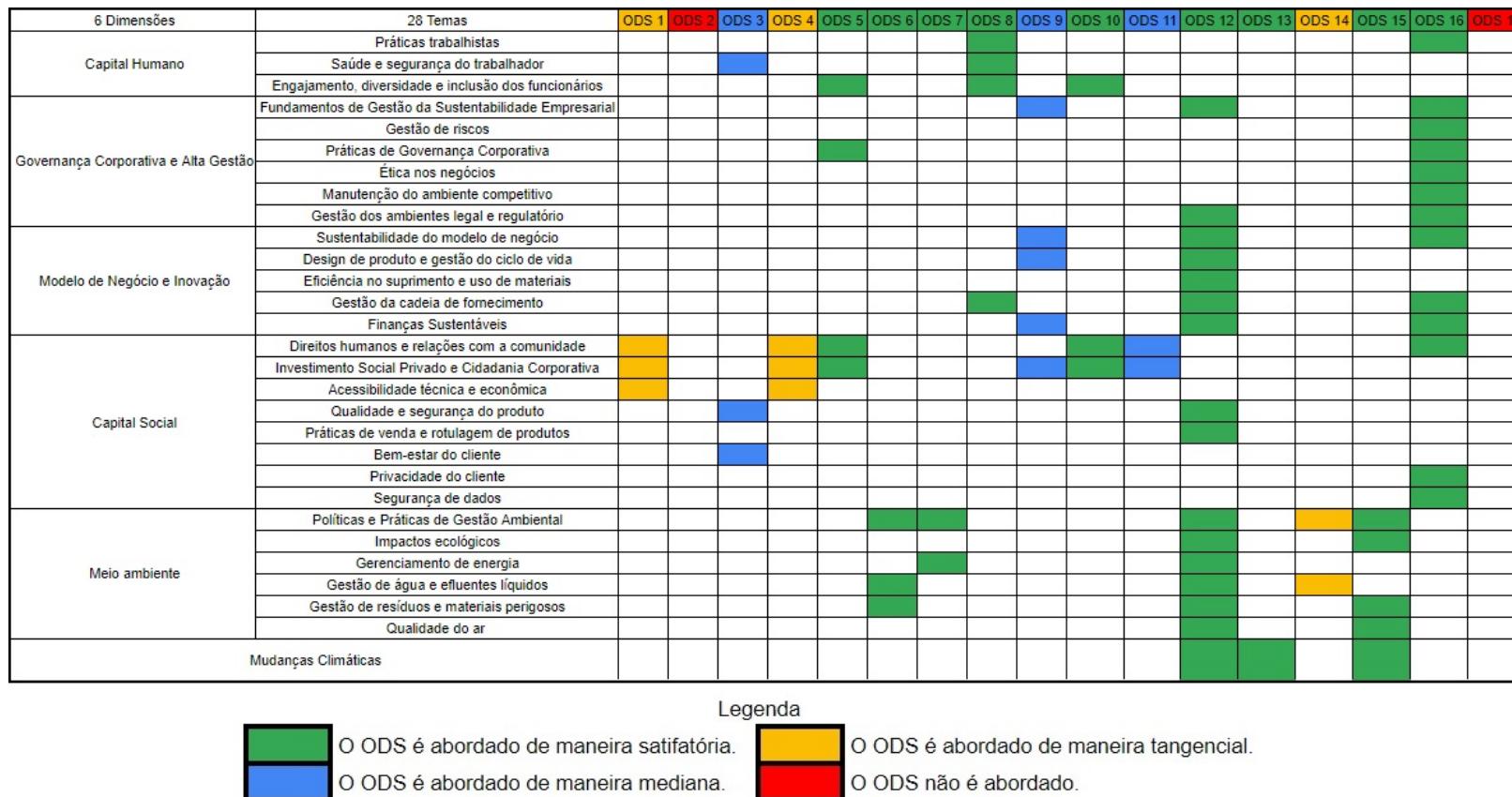
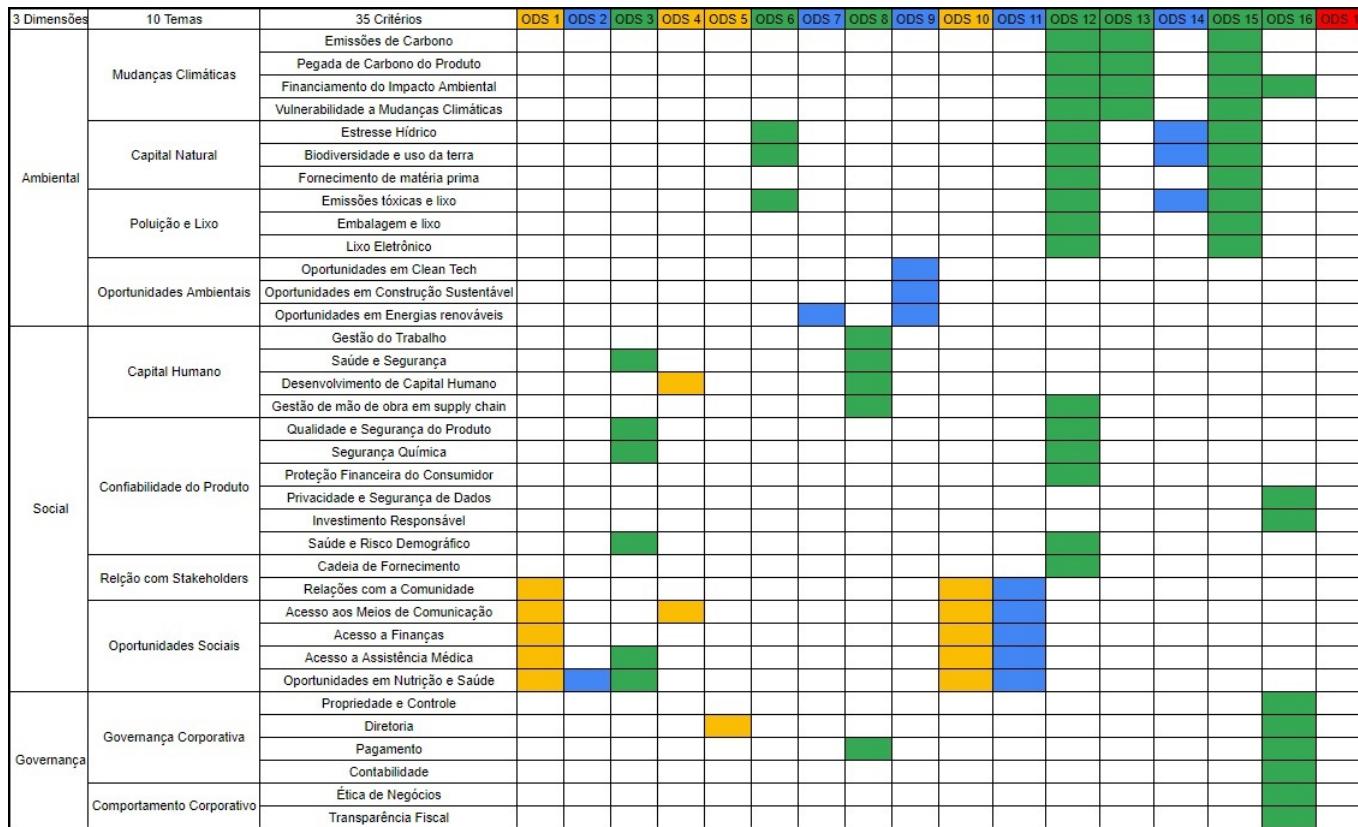


Figura 9 – Relação entre os ODS com os temas do *framework* do ISE B3

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota 1: A representação matricial foi adotada pela sua facilidade, mas sua interpretação deve ser feita diretamente apenas no sentido vertical. Os temas destacados para um ODS específico servem como justificativa para a determinação de seu nível de abordagem, mas não necessariamente todos os temas apresentam tal nível de relação com o ODS. Por exemplo, o tema “Práticas trabalhistas” foi um dos quatro utilizados para determinar-se relação satisfatória com o ODS 8. Não necessariamente a abordagem dele satisfaz o ODS, mas sim o conjunto dos quatro temas destacados.



Legenda

- [Green Box] O ODS é abordado de maneira satifatória.
- [Yellow Box] O ODS é abordado de maneira tangencial.
- [Blue Box] O ODS é abordado de maneira mediana.
- [Red Box] O ODS não é abordado.

Figura 10 – Relação entre os ODS com os temas do framework do *MSCI ESG Ratings*

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota 2: A representação matricial foi adotada pela sua facilidade, mas sua interpretação deve ser feita diretamente apenas no sentido vertical. Os critérios destacados para um ODS específico servem como justificativa para a determinação de seu nível de abordagem, mas não necessariamente todos os critérios apresentam tal nível de relação com o ODS. Por exemplo, o critério “Estresse Hídrico” foi um dos três utilizados para se determinar relação satisfatória com o ODS 6. Não necessariamente a abordagem dele satisfaz o ODS, mas sim o conjunto dos três critérios destacados.

Por sua vez, o *framework* adotado pelo MSCI, apresenta abordagem: satisfatória para sete ODS (3, 6, 8, 12, 13, 15 e 16); média para cinco ODS (2, 7, 9, 11 e 14); tangente para quatro ODS (1, 4, 5 e 10); não compreendendo o ODS 17. Todos os critérios adotados também estão relacionados com pelo menos um ODS, por sua vez destacando-se: “Oportunidades em Nutrição e Saúde”, por relacionar-se com cinco ODS no total; e “Financiamento do Impacto Ambiental”, com quatro ODS que são abordados satisfatoriamente.

A princípio, observa-se que os ODS 6, 8, 12, 13, 15 e 16 estão bem representados em ambos os *frameworks*, com os ODS 3 e 7 sendo bem representados em um *framework* e média em outro. Por sua vez, os ODS 1 e 4 são tratados de maneira tangencial em ambos, enquanto os ODS 9 e 11, de maneira mediana. O “ODS 17 - Parcerias e Meios de Implementação” não é avaliado em nenhum deles, com o ODS 2 também não sendo avaliado pela B3, porém compreendidos de forma mediana no MSCI.

Diante disso, é possível perceber uma tendência dos *frameworks* em compreenderem melhor os aspectos ambientais em detrimento dos sociais, uma vez que se pode considerar os ODS 6, 7, 12, 13 e 15 como mais voltados para a dimensão ambiental, ao passo que ODS como 1, 2, 4 e 5 são mais direcionados para o social. Inclusive, na própria definição da estrutura do *framework* da B3 observa-se tal fato, com os temas ambientais apresentando relação forte com os ODS. Em outras palavras, o “ODS 6 - Água e Saneamento” com o tema “Gestão de água e efluentes líquidos”, o “ODS 7 - Energia limpa e acessível” com o tema “Gerenciamento de energia”, o “ODS 15 - Vida Terrestre” com o tema “Impactos ecológicos”, além do “ODS 13 - Combate às alterações climáticas” com a dimensão “Mudanças climáticas”.

Uma possível explicação para tal tendência seria que os ODS de maior cunho ambiental apresentam metas mais palatáveis de serem incorporadas pelas empresas, uma vez que as ações cabíveis são mais fáceis de serem identificadas e direcionadas. Como exemplo, o “ODS 15 - Vida Terrestre” apresenta metas como o combate ao desmatamento, à desertificação e à caça ilegal, e o impacto das operações das companhias em relação a estas metas pode ser mais facilmente mensurado. Ao passo que o escopo dos ODS voltados para o social é mais restrito, uma vez que se identifica uma maior importância do papel governamental. Por exemplo, os “ODS 1- Erradicação da pobreza”, “ODS 2- Fome Zero” e “ODS 4- Educação de qualidade” apresentam metas nas quais o setor privado desempenha um papel mais auxiliar, com atuação mais ativa do primeiro e terceiro setor.

Identifica-se ainda que certos critérios/temas contidos nos *frameworks* acumulam em si a avaliação de vários dos ODS mais sociais. Mais especificamente, os temas “Direitos humanos e relações com a comunidade” e “Investimento Social Privado e Cidadania Corporativa” da B3; e os critérios incluídos no tema “Oportunidades Sociais” do MSCI, além do critério “Relações com a comunidade”. Isto representa uma dificuldade dos *frameworks* em estabelecer critérios/temas de dimensão social direcionados especificamente para os ODS.

Por sua vez, observa-se que a avaliação de governança é direcionada quase que exclusiva-

mente para o “ODS 16 - Paz, justiça e instituições fortes” em ambos os *frameworks*. Com exceção dos critérios “Diretoria” e “Pagamento”, que se relacionam com os ODS 5 e 8 respectivamente, todos os demais critérios de governança do *framework* do MSCI compreendem apenas questões relacionadas ao ODS 16. No *framework* da B3, por sua vez, há apenas a exceção dos temas “Fundamentos de Gestão da Sustentabilidade Empresarial” e “Gestão dos ambientes legal e regulatório”, que se relacionam com o ODS 12 (além do primeiro se relacionar com o ODS 9), e do tema “Práticas de Governança Corporativa” com o ODS 5.

Considera-se fazer sentido tal abordagem, haja visto que a ODS 16 é a que melhor se relaciona com a prática de uma boa governança corporativa e sua função social. No entanto, existem outros aspectos relevantes que poderiam ser melhor abordados dentro do tema. Por exemplo, não há nenhum tema/critério que avalia especificamente a promoção da igualdade de gênero, foco da ODS 5, sob a perspectiva da governança. Apesar de ambos os *frameworks* englobarem aspectos relevantes para tal ODS, como a presença de mulheres em altos cargos corporativos, considera-se que a avaliação é bastante tímida, representando pouco do que é compreendido pela dimensão.

Além disso, é possível destacar o “ODS 13 - Combate às alterações climáticas” como o melhor representado por ambos os *frameworks*. Este é abordado pela B3 por meio de uma dimensão inteira, “Mudanças Climáticas”, representando um sexto da nota final. Já no MSCI este é explorado por um tema inteiro, também nomeado “Mudanças Climáticas”, com quatro critérios elencados: “Emissões de Carbono”, “Pegada de Carbono do Produto”, “Financiamento do Impacto Ambiental” e “Vulnerabilidade a Mudanças Climáticas”.

No entanto, o grande peso atribuído ao assunto está totalmente alinhado com a sua centralidade nas discussões mais atuais. Conforme mencionado anteriormente, o Acordo de Paris definiu a meta de combate ao aumento da temperatura média da terra, tópico que é central nas discussões em âmbito internacional. A 27^a Conferência das Partes (COP-27), por exemplo, reuniu países para discutir temas como a adaptação climática, a mitigação dos gases do efeito estufa, o impacto climático na questão financeira e a colaboração para conter o aquecimento global. Também foram definidos aspectos centrais que visam implementar o Acordo, dando previsibilidade ao financiamento climático (AGÊNCIA SENADO, 2022).

Com relação à abordagem de riscos, destaca-se sua incorporação direta no método de avaliação do MSCI, no qual a exposição e gerenciamento referentes a cada critério são avaliados especificamente. A B3, por sua vez, define temas específicos que abordam a perspectiva de gerenciamento de riscos, além de perguntas voltadas ao tema.

Entende-se que o primeiro destaca-se nesse aspecto, por apresentar maior refinamento na sua abordagem, além de incluí-la na avaliação de todos os critérios do *framework*. Sua adoção, no entanto, só é possibilitada devido ao modelo de avaliação por coleta de dados, uma vez que este possibilita que a análise seja mais focada no tema. Na realidade da B3, a definição de temas, tópicos e perguntas específicos é a melhor maneira de englobar tal perspectiva.

Por fim, é possível considerar que a B3 compreende um pouco melhor os ODS que o MSCI, tanto por seu embasamento seguir padrões já estabelecidos, quanto por apresentar um *framework* estruturalmente mais direcionado. Apesar de não abordar dois ODS, contra um do MSCI, a B3 apresenta dois ODS a mais com relação satisfatória. Além disso, também apresenta uma boa compreensão dos ODS ambientais, definindo temas com abordagens bem direcionadas e reservando uma dimensão apenas para o ODS 13, central no debate atual. No entanto, é válido ressaltar que tal avaliação parte da subjetividade do autor, além de basear-se unicamente nas descrições dos temas e critérios, não avaliando o conteúdo das perguntas realizadas pelo questionário da B3 nem os parâmetros adotados pelo MSCI. Destaca-se, porém, que a abordagem de riscos na metodologia do MSCI é mais abrangente e refinada, apesar de ser possibilitada pela sua definição inicial.

4.2 Método de Avaliação

Com relação aos dados analisados pelas metodologias, foi constatado o uso de dois tipos: os dados primários, coletados a partir de informações fornecidas pelas empresas de forma voluntária; e os dados secundários, obtidos a partir de documentos diversos já publicados pela própria empresa ou por outras instituições, usualmente de domínio público. A B3 faz uso do primeiro tipo para elaboração do índice, com a aplicação dos questionários ISE B3, apesar de também utilizar dados secundários do Score CDP e do RepRisk. Já metodologia de rating ESG do MSCI é especializada no segundo tipo, fazendo uso de uma gama diversa de documentos, conforme exposto anteriormente.

Pensando na abrangência, a coleta dos dados primários é limitada à adesão das empresas ao processo, o que pode reduzir consideravelmente o universo analisado. No caso do ISE B3 é observado justamente isso, dado que o número de empresas respondentes apresentou leve decréscimo no período de 2005 a 2015, apesar do número de empresas convidadas ter aumentado no referido período (CRISÓSTOMO; CARNEIRO; GOMES, 2018, p.782). No questionário de 2021, registrou-se a participação de 73 empresas dentre as 187 elegíveis, o que representa cerca de 39% de aderência (B3, c2019). No entanto, o caráter voluntário do questionário se associa com a Teoria da Divulgação Voluntária, uma vez que esta “prevê o interesse da empresa em divulgar notícias positivas, o que ajuda no processo de legitimação e de melhoria de imagem”(CRISÓSTOMO; CARNEIRO; GOMES, 2018, p.788).

Por sua vez, o uso dos dados secundários apresenta a vantagem de não se limitar a participação espontânea das empresas, possibilitando cobrir um universo de análise maior. Sua limitação principal, no entanto, dá-se quanto à disponibilidade de informações públicas, especialmente em casos em que não há obrigatoriedade e nem difusão da prática de divulgação voluntária. Conforme apontado previamente, a cultura da divulgação é mais estabelecida em países desenvolvidos, com o Brasil apresentando uma baixa aderência à prática, o que posaria um obstáculo para o processo da B3.

Outro ponto relevante quanto ao uso de dados secundários diz respeito ao custo do processo, uma vez que há o trabalho de análise e seleção dos dados que correspondam aos parâmetros determinados. Especialmente considerando o fato de que muitas empresas ainda apresentam dificuldades quanto ao direcionamento da divulgação, haja visto que “só 31% do total de empresas analisadas divulgam temas materiais no relatório de sustentabilidade” (BERTÃO, 2022b). Tal fato apresentaria dificuldade adicional quanto a uniformidade de tais dados, devido à ausência de parâmetros orientadores e objetivos.

Com relação ao uso do Score CDP pela metodologia da B3 para a determinação da dimensão “Mudanças Climáticas”, considera-se que esta torna a avaliação mais integrada com o mercado e pode contribuir para a coesão com outros sistemas de ratings. No entanto, entende-se como recomendável haver a coleta de mais informações provenientes dessa fonte, de modo que uma análise mais qualitativa possa ser inserida ao processo, especialmente dada a centralidade da dimensão. O uso do RepRisk também poderia ser melhor explorado, especialmente considerando que o processo de análise de controvérsias da B3 é mais pontual que a da metodologia MSCI.

Em seguida, observa-se que ambas as metodologias seguem a definição setorial das empresas para definir quais temas/critérios serão avaliados, dentre os específicos. Essa diferenciação com base no setor faz-se absolutamente necessária, pois os temas/critérios definidos apresentam materialidades diferentes a depender da natureza do negócio. Considera-se que ambas as metodologias implementam bem o processo, fazendo sentido com o propósito de cada uma, apesar do MSCI apresentar um maior refinamento.

Além disso, há a possibilidade da designação de perguntas específicas no questionário ISE B3, a depender do contexto e setor, bem como a adoção de parâmetros e critérios diferenciados para a avaliação do MSCI, para empresas com aspectos singulares em suas operações. Tais adaptações são apenas para casos excepcionais, buscando representar e atender especificidades das empresas analisadas. Avalia-se que estas definições garantem uma maior adaptabilidade para as metodologias atenderem casos especiais, porém é válido reforçar que elas devem ser aplicadas somente em exceções.

A ponderação dos temas/critérios, no entanto, segue uma lógica diferente nas duas metodologias, apesar de serem definidas por setor. A B3 atribui peso igual para as seis dimensões, dentro das quais (exceto a dimensão “Mudanças climáticas”) assume-se peso igual para cada tema. Por sua vez, as perguntas inclusas em cada tema recebem peso igual. No entanto, são definidos pesos especiais em casos excepcionais, “alto” ou “baixo” (peso “normal” é o *default*), para temas e perguntas específicas a depender de sua relevância. Já no MSCI, o peso da dimensão de governança é definido individualmente, assumindo no mínimo 33% da nota final, com os critérios selecionados representando o restante da nota, cada um recebendo um peso variando entre 5% e 30%. Para avaliação de tais pesos, utiliza-se o *framework* disposto na figura 6, onde também são classificados em 3 níveis (“alto”, “normal” e “baixo”).

É válido observar que a definição dos pesos realizada pela B3 pode gerar distorções

significativas na avaliação. Como os temas possuem números diferentes de perguntas, a atribuição de pesos iguais para eles pode resultar em uma pergunta que apresenta um peso muito superior às demais. Por exemplo, dentro da dimensão “Governança Corporativa e Alta Gestão” ($\frac{1}{6}$ da nota, ou 16,67%), os seis temas são obrigatórios ($\frac{1}{36}$ da nota por tema, ou 2,78%). Supondo que todos os temas e perguntas possuam o mesmo peso e considerando que o tema “Fundamentos da Gestão da Sustentabilidade Empresarial” apresenta 24 perguntas, cada uma dessas representa $\frac{1}{864}$ da nota (ou 0,12%); ao passo que o tema “Manutenção do ambiente competitivo” apresenta apenas duas perguntas, cada uma representando $\frac{1}{72}$ da nota (ou 1,34%). Neste caso, uma pergunta do segundo tema vale 12 vezes mais pontos que alguma do primeiro tema, o que representa uma alta distorção na atribuição de pontos.

Desse modo, avalia-se que o sistema de ponderação adotado pela MSCI apresenta vantagens referentes a sua capacidade de avaliação, em comparação com a B3. Este apresenta uma maior flexibilidade nas definições dos pesos, possibilitando inclusive a diferenciação no nível das dimensões, o que permite uma avaliação mais direcionada dos tópicos relevantes para o setor. Também é possível eliminar maiores distorções através desse método, a partir de uma definição mais equilibrada de pesos. E ainda, o uso dos *frameworks* também garante uma maior objetividade, pois estabelece parâmetros para uma atribuição maior ou menor de um peso, diferindo da B3 que não define quais os parâmetros exatos para uma ponderação diferenciada. Questiona-se, no entanto, o estabelecimento do limite mínimo para a dimensão “Governança” de 33%, o que acarreta numa ponderação igual ou maior da dimensão frente às demais, para todas as empresas. Entende-se o privilégio da dimensão dada a sua importância e centralidade, mas acredita-se que a definição traz uma limitação não necessária ao sistema de rating.

Com relação ao sistema de avaliação, o MSCI se destaca por diferenciar o tratamento de riscos com o de oportunidades, sendo cada critério avaliado sob uma das perspectivas. Em ambos os casos, são atribuídas duas notas: uma de exposição ao risco/oportunidade e uma de gerenciamento de riscos/oportunidades. De posse delas, é calculada a pontuação referente ao critério analisado conforme demonstrado nas figuras 7(a) e 7(b). Neste aspecto, em consonância com o anteriormente mencionado, considera-se que a metodologia apresenta alto refinamento e engloba satisfatoriamente a perspectiva de riscos, adotando parâmetros objetivos para avaliação e atribuindo a nota de cada critério a partir de uma modelagem que faça sentido. É válido ressaltar, novamente, que tal avaliação é limitada à qualidade dos dados coletados e as ferramentas de análise disponíveis.

Por sua vez, a B3 faz a atribuição de pontos com base no tipo de pergunta do questionário, conforme exposto na figura 4(a), além de designar uma pontuação proporcional ao Score CDP para a dimensão “Mudanças Climáticas” (figura 4(b)). Apesar do potencial problema da concentração de pesos em torno de certas perguntas, o sistema de atribuição de notas adotado é equilibrado e objetivo. Sua principal limitação diz respeito à qualidade de sua avaliação em comparação com o do MSCI: enquanto a primeira apenas quantifica os dados, a segunda realiza

uma análise qualitativa sob a perspectiva de risco para, então, quantificá-los. Isto porém está mais relacionado à definição inicial da metodologia, da adoção de um questionário como forma de coleta de dados primários.

Em seguida, destaca-se a avaliação qualitativa realizada exclusivamente pela B3, a fim de validar os dados coletados no questionário e trazer mais precisão à avaliação, motivando também as empresas a serem mais conservadoras nas respostas. O processo é extremamente objetivo e consistente, pois define protocolos para orientar as companhias no fornecimento de evidências, sendo descritos os aspectos específicos para avaliação. Além disso, para cada pergunta sorteada é designado um analista próprio, que avalia a documentação de todas as empresas sorteadas, o que aumenta a coerência da análise. O processo é ainda revisado por um supervisor e verificado por uma auditoria independente.

É possível afirmar que este processo enriquece bastante a avaliação ESG, pois proporciona uma maior confiabilidade dos dados, trazendo a análise mais próxima da realidade. O fato deste impactar diretamente o Score ISE B3, podendo reduzir a nota qualitativa (NQ) em até 50%, demonstra a sua importância. Considera-se que este complementa bem a aplicação do questionário, suprindo parcialmente a limitação da ausência de uma análise qualitativa dos dados, além de trazer mais acuracidade para a metodologia. Além disso, ele também se relaciona com a Teoria da Divulgação Voluntária, pois prevê o interesse das empresas no fornecimento de documentações que validem suas ações. No entanto, destaca-se que este é um processo mais custoso, pois exige uma análise mais aprofundada e a designação de analistas especificamente para tal, o que o tornaria inviável para um número maior de empresas avaliadas.

Com relação a nota final, uma vez atribuídos todos os pesos e notas, bem como a avaliação qualitativa no caso da B3, observa-se que o MSCI se diferencia ao implementar um processo de normalização das médias ponderadas com base no setor. Este possui como objetivo eliminar as possíveis distorções setoriais na nota final, isto é, evitar que as empresas de algum setor obtenham em média notas maiores com base nas definições da metodologia. Os ratings finais são atribuídos a partir da posição das empresas em relação às demais do mesmo setor, usando como base o percentil que estas ocupam dentro do conjunto. Considera-se que este processo contribui para uma avaliação mais consistente, pois distribui os ratings em relação ao seus pares setoriais, onde há uma comparabilidade maior. A implementação de processo semelhante pela B3 seria limitado ao número de empresas respondentes por setor, pois este só faria sentido com um número maior de pontuações.

Também é possível observar semelhanças nos processos de monitoramento de controvérsias implementados pelas metodologias. Ambas realizam o acompanhamento constante de imagem e mídias das companhias e, assim que um evento controverso e significativo envolvendo alguma delas é identificado, um processo de análise da crise é iniciado. Em seguida, uma avaliação quanto à severidade do ocorrido é realizada, a partir da qual se definirá o procedimento a ser seguido. A depender das circunstâncias, a empresa poderá ser penalizada na atribuição de seu

desempenho ESG. No entanto, as metodologias se diferenciam quanto aos critérios adotados por cada uma para mensuração da severidade e nos procedimentos adotados.

O MSCI avalia os critérios de severidade de forma objetiva, a partir do *framework* disposto na figura 14, sob a perspectiva da natureza e da escala do impacto. Além disso, são definidas circunstâncias agravantes e atenuantes, que podem modificar o nível de severidade considerado. A B3, por sua vez, classifica o evento baseando-se no impacto ESG da crise, na gestão da crise pela companhia, no efeito de imagem da crise na companhia e na resposta da companhia à crise. São definidos aspectos relevantes para cada uma e é atribuído um entre os três níveis de severidade: leve (I), moderado (II) e grave/gravíssimo (III) (figuras 12 e 13).

É importante destacar o uso de *framework* pela metodologia MSCI, possibilitando uma avaliação mais objetiva e universal. E também a definição das circunstâncias, que por sua vez, torna o processo mais coeso, já que são atribuídos parâmetros para análise de casos específicos. Todavia, observa-se que os critérios avaliados pela B3 contemplam mais dimensões da análise da crise, o que pode representar uma atribuição mais precisa de sua severidade. É válido, entretanto, ressaltar que os critérios referentes à gestão e resposta da companhia podem apresentar dificuldade de avaliação num primeiro momento da crise.

Ademais, a respeito dos procedimentos adotados mediante a crise, a B3 se destaca por solicitar esclarecimentos diretamente das empresas para eventos classificados como moderados, graves ou gravíssimos. A partir dos esclarecimentos e com a observância de novos fatos agravantes, o nível de severidade pode ser escalado com a tomada das devidas medidas. Tal recurso é bastante válido, uma vez que permite a obtenção de maiores informações e de maneira direta, ainda que seja necessário avaliá-lo com cautela. Já o registro do evento na plataforma do índice é um bom procedimento para trazer luz às controvérsias, demonstrando também diligência da B3.

Outro aspecto relevante é o estabelecimento de prazos, de acordo com o procedimento adotado. Embora gere maior objetividade para o processo, questiona-se se tais prazos são suficientes para atender e analisar todas as possíveis crises e suas especificidades. Por fim, o processo pode acarretar na exclusão definitiva da companhia do ISE, mediante análise. Essa medida, apesar de não possuir um “meio-termo”, faz sentido com a metodologia adotada, dado que o Score ISE B3 atribuído a cada companhia é usado somente como critério de inclusão no índice. Medidas intermediárias, como a redução de pontos do Score, em última instância resultariam na exclusão da empresa, portanto não fazendo sentido adotá-las.

O processo do MSCI, por sua vez, é mais refinado na medida em que apresenta mais possibilidades de ações cabíveis mediante às crises. O fato de as controvérsias serem consideradas na avaliação do gerenciamento de riscos/oportunidades, com frequência semanal, também torna o processo mais coeso, na medida em que esta se aproxima cada vez mais da realidade devido a observância constante delas. O processo da B3 não considera as controvérsias diretamente na avaliação, fazendo uso da ferramenta do RepRisk apenas como critério de exclusão.

Ao final da análise, observa-se que o método de avaliação adotado pelo MSCI apresenta inúmeras vantagens em detrimento ao da B3, quando analisado sob a perspectiva da abrangência, refinamento, profundidade e objetividade. O uso de *frameworks* para a diversas avaliações realizadas, bem como a definição de parâmetros objetivos e a abordagem de riscos na atribuição das pontuações, são fatores que contribuem para esta constatação. Além disso, o processo de monitoramento de controvérsias é muito mais completo e impacta a avaliação mais significativamente. Porém, é válido ressaltar mais uma vez que boa parte das diferenças observadas advêm das diferenças fundamentais das metodologias, sendo que a avaliação da B3 é consistente com o que se propõe, apesar de haver aspectos a serem melhorados, como a atribuição dos pesos e uma maior incorporação de controvérsias na análise.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho procurou avaliar as metodologias adotadas pelos índices de sustentabilidade, em seus respectivos processos de seleção de empresas de capital aberto. Partindo da problemática descrita na seção 2.4, na qual foi constatada alta divergência nos resultados das ferramentas de ratings ESG, o estudo teve como foco investigar os elementos que compõem as análises dos índices ISE B3 e da família *MSCI ESG Indexes*, buscando compará-los e identificar aspectos que contribuem para uma maior coesão e objetividade.

Como considerações finais, avaliou-se uma melhor abordagem do conteúdo ESG por parte do ISE B3, tomando como referência o embasamento teórico e o direcionamento aos ODS, apesar do MSCI se destacar pela abordagem de riscos em seu conteúdo. Com relação ao método de avaliação, foram observados diversos aspectos na metodologia do Morgan Stanley que o destacam, apresentando maior abrangência, refinamento, profundidade e objetividade em detrimento da B3. É válido ressaltar que a escolha de dois índices com propósitos e princípios diferentes reduziu a comparabilidade dos aspectos analisados pelo trabalho, além de serem responsáveis diretos por vários dos elementos no qual o MSCI se destaca.

Com relação às expectativas e objetivos iniciais do estudo, considera-se que estes foram atendidos satisfatoriamente, na medida que todos os objetivos intermediários puderam ser colocados em prática. Além do mais, foi possível estabelecer diversas críticas e sugestões de melhorias ao processos, o que já torna o trabalho relevante ao que foi proposto. Ressalta-se, todavia, que a avaliação do conteúdo direcionada aos ODS poderia ser melhor estruturada, a partir de uma análise mais aprofundada dos *frameworks* (investigando os parâmetros do MSCI e as perguntas da B3, por exemplo); ou da adoção de mais *benchmarks* para avaliação, além dos ODS. Também é preciso destacar que certas informações que compõe a metodologia do MSCI não são disponibilizadas ao público, por exemplo o embasamento para definição do *framework* principal, o que limitou a análise em determinados pontos.

Como sugestão para trabalhos futuros, destaca-se que houve aspectos não cobertos pelo estudo que poderiam ser melhor investigados, a mencionar: o processo de ponderação dos ativos dentro da carteira dos índices, os resultados obtidos pelos mesmos (risco e retorno) e a correspondência entre os ativos selecionados (no caso dos índices apresentarem recorte de um mesmo universo de empresas). Além disso, mais índices e metodologias podem ser colocadas em perspectiva, trazendo uma visão mais geral ao tema, especialmente dado às diferenças fundamentais nos índices estudados.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA SENADO. Conferência da ONU sobre Mudanças Climáticas, no Egito, terá participação de senadores. 2022. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/11/10/conferencia-da-onu-sobre-mudancas-climaticas-no-egito-tera-participacao-de-senadores>. Acesso em: 2022-11-12.

ANEEL. Manual de elaboração do relatório anual de responsabilidade socioambiental das empresas de energia elétrica. 2006. Disponível em: <https://www.gov.br/aneel/pt-br/centrais-de-conteudos/manuais-modelos-e-instrucoes/informacoes-economico-financeiras>. Acesso em: 2022-11-07.

B3. **Empresas elegíveis 2022.** 2019. Disponível em: <http://iseb3.com.br/empresas-elegiveis-2022>. Acesso em: 2022-11-05.

B3. **Diretrizes do índice de sustentabilidade empresarial (ISE B3).** 2022. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_Diretrizes_12092022.pdf. Acesso em: 2022-11-05.

B3. **Market Data e Índices.** 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/. Acesso em: 2022-11-19.

B3. **METODOLOGIA DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE B3).** 2022. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_Metodologia_21jul2022.pdf. Acesso em: 2022-11-05.

B3. **O que é o ISE B3.** 2022. Disponível em: <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acesso em: 2022-11-05.

B3. **Plano de Resposta a Eventos ESG relacionados ao ISE B3.** 2022.

B3. **Questionário ISE B3:** Visão geral 2022. 2022. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Visao_geral_do_Questionario_ISE_B3_-_2022.pdf. Acesso em: 2022-11-05.

B3. **Requisitos Mínimos - Questionário ISE B3 2022.** 2022.

B3. **Empresas convidadas 2021.** c2019. Disponível em: <https://iseb3.com.br/empresas-convidadas-2021>. Acesso em: 2022-11-06.

BARRA, J. P. L. Evidências da divulgação dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável em relatórios de sustentabilidade em empresas brasileiras de capital aberto. 2022. 56 p. TCC (Graduação) - Curso de Engenharia de Materiais e Manufatura,Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2022.

BEBER, A. J.; RANGEL, R. R. Stakeholder capitalism: um ensaio sobre o novo capitalismo pragmáticos e social. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, v. 5, n. 1, p. 60–77, 2020.

BELINKY, A. Seu ESG é sustentável?: Sustentabilidade empresarial é mais que um rótulo da moda e seguir apenas a atual onda pode ser um risco para o negócio e para a sociedade. **GV Executivo**, v. 20, n. 4, p. 37–44, out-dez 2021.

BERG, F.; KÖLBEL, J. F.; RIGOBON, R. Aggregate confusion: The divergence of esg ratings. *Forthcoming Review of Finance*, 2019.

BERTÃO, N. **Com indicadores ainda ‘falhos’, bancos terão que criar suas próprias abordagens ESG, diz Oliver Wyman.** 2022. Disponível em: <https://valor-globo.comcdn.ampproject.org/c/s/valor.globo.com/google/amp/empresas/esg/noticia/2022/10/13/com-indicadores-ainda-falhos-bancos-terao-que-criar-suas-proprias-abordagens-esg-diz-oliver-wyman.ghml>. Acesso em: 2022-11-15.

BERTÃO, N. **Nem metade de companhias de capital aberto no Brasil divulga relatório de sustentabilidade ou integrado.** 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/05/31/nem-metade-de-companhias-de-capital-aberto-no-brasil-divulga-relatorio-de-sustentabilidade-ou-integrado.ghml>. Acesso em: 2022-11-06.

BORGES, R. **Última chamada para adequação às normas ESG emitidas pelo Banco Central.** 2022. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/sustainability/normas-esg-banco-central. Acesso em: 2022-11-15.

BRUNO, M.; LAGASIO, V. An overview of the european policies on esg in the banking sector. *Sustainability*, v. 13, 2011.

CARBON DISCLOSURE PROJECT. **Sobre CDP Latin America.** 2022. Disponível em: <https://la-pt.cdp.net/>. Acesso em: 2022-11-05.

CRISÓSTOMO, V. L.; CARNEIRO, C. M. B.; GOMES, L. A. da S. Análise da evolução da adesão de empresas ao Índice de sustentabilidade empresarial (ise). **Revista de Administração da UFSM**, v. 11, n. 2, p. 772–794, 2018.

CVM. **CVM promove alterações na Instrução CVM 480.** 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-promove-alteracoes-na-instrucao-cvm-480>. Acesso em: 2022-11-16.

DE FREITAS NETTO, S. V. *et al.* Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. **Environmental Sciences Europe**, v. 32, n. 19, 2020. Disponível em: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>. Acesso em: 2022-11-17.

DE PAULA, R. Z. A. **Capitalismo:** Definições. 1. ed. São Luis: EDUFMA, 2020. 141 p.

ECOSYSTEM MARKETPLACE. **Mandatory Sustainability Reporting Moves Closer to Reality.** 2021. Disponível em: <https://www.ecosystemmarketplace.com/articles/mandatory-sustainability-reporting-moves-closer-to-reality/>. Acesso em: 2022-11-07.

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSENS, A. Esg and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance Investment**, v. 5, n. 4, p. 210–233, 2015.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom.** 2. ed. Chicago: [S.l.: s.n.], 1982.

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

GOMES, R. C. Stakeholder management in the local government decision-making area: evidences from a triangulation study with the english local government. **Brazilian Administration Review**, v. 3, n. 1, p. 46–63, 2006.

GRI. **About GRI**. 2022. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/>. Acesso em: 2022-11-15.

IBGC. **Governança Corporativa**. 2022. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 2022-12-04.

IN, S. Y.; SCHUMACHER, K. **Carbonwashing: a new type of carbon data-related ESG greenwashing**. 2021. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3901278. Acesso em: 2022-11-16.

IRIGARAY, H. A. R.; STOCKER, F. ESG: novo conceito para velhos problemas. **Cad. EBAPE.BR**, v. 20, n. 4, jul-agosto 2022.

KLEMENT, J. **Does ESG matter for asset allocation?** Londres: [S.l.: s.n.], 2018.

LINHARES, H. da C. **Análise do desempenho financeiro de investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos**. 2017. 44 p. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2017.

MACHADO FILHO, C. A. P. **responsabilidade Social corporativa e a criação de valor para as organizações: um estudo multicasos**. 2002. Tese de doutorado — Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: http://www.fundacaofia.com.br/PENSA/anexos/biblioteca/2822007151357_Tese_ClaudioMachado.pdf. Acesso em: 2022-11-18.

MADEIRA, L. **Dois terços dos investidores internacionais acreditam em retorno futuro com investimento sustentável**. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/esg/noticia/2022/10/26/dois-tercos-dos-investidores-internacionais-acreditam-em-retorno-futuro-com-investimento-sustentavel.ghtml>. Acesso em: 2022-12-04.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise**. 7. ed. Rio de Janeiro: [S.l.: s.n.], 2014.

MENEZES, J. V. de O. **Análise da influência das práticas ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto**. 2022. 55 p. TCC (Graduação) - Curso de Administração, Unidade Acadêmica de Gestão e Negócios, Instituto Federal de Educação,Ciência e Tecnologia da Paraíba, João Pessoa, 2022.

MIGUEL, P. A. C. Estudo de caso na engenharia de produção: estruturação e recomendações para sua condução. **Produção**, v. 17, n. 1, p. 216–229, abril 2007.

MSCI. **MSCI ESG Indexes**. 2021. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/17835852/MSCI-ESG-Indexes-Factsheet.pdf/3b449b87-d470-977a-3b56-77095b8d8fc7>. Acesso em: 2022-11-15.

MSCI. **About Us**. 2022. Disponível em: <https://www.msci.com/who-we-are/about-us>. Acesso em: 2022-11-05.

MSCI. **ESG Ratings Methodology**. 2022. Versão publicada em out. 2022. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf/390b55a3-031f-e32f-a22e-7f5c8cab9250?t=1666182604205>. Acesso em: 2022-11-15.

- MSCI. ESG Ratings Process.** 2022. Versão publicada em out. 2022. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf/390b55a3-031f-e32f-a22e-7f5c8cab9250?t=1666182604205>. Acesso em: 2022-11-15.
- MSCI. MSCI ESG Ratings Brochure.** 2022. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>. Acesso em: 2022-11-05.
- MSCI. MSCI ESG Ratings Methodology.** 2022. Versão publicada em jun. 2022.
- MSCI. MSCI World Governance-Quality Index Factsheet.** 2022.
- NAKAMURA, W. T. Estudo empírico sobre a eficiência da carteira teórica do Índice bovespa. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 67–81, 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1678-69712000/administracao.v1n1p68-81>. Acesso em: 2022-12-03.
- ONU. Acordo de Paris sobre o Clima.** 2015. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/node/88191>. Acesso em: 2022-11-18.
- ONU. A ONU e o meio ambiente.** 2020. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/91223-onu-e-o-meio-ambiente>. Acesso em: 2022-11-18.
- ONU. Sobre o nosso trabalho para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil.** 2022. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>. Acesso em: 2022-11-18.
- PACTO GLOBAL. ESG.** 2022. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 2022-11-15.
- PLASTUN, A. *et al.* Sdgs and esg disclosure regulation: is there an impact? Evidence from Top-50 world economies. **Problems and Perspectives in Management**, v. 18, p. 231–245, 2020.
- PRI. Princípios para o investimento responsável (PRI).** 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>. Acesso em: 2022-11-15.
- PRI. About the PRI.** 2022. Disponível em: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>. Acesso em: 2022-11-15.
- PRI. O que é o investimento responsável?** 2022. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10238>. Acesso em: 2022-11-15.
- ROMERO, R. V. F. S. A aderência do mercado financeiro às ODS através de práticas ESG:** um estudo de caso do santander private banking. 2021. 25 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Uberlândia - Uberlândia, 2021.
- SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade Finanças**, p. 37–49, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300004>. Acesso em: 2022-11-19.
- SASB. About Us.** 2022. Disponível em: <https://www.sasb.org/about/>. Acesso em: 2022-11-15.
- SENADO FEDERAL. Projeto de Lei do Senado nº 289, de 2012.** 2022. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/106810>. Acesso em: 2022-11-07.

- SIDDY, D. Exchanges and sustainable investment: A report prepared for the world federation of exchanges. **Delsus Limited**, Reino Unido, 2009. Disponível em: https://www.csrinfo.org/wp-content/uploads/2016/07/exchanges_and_sustainable_investments.pdf. Acesso em: 2022-11-17.
- SISTEMA B. **Sobre o Movimento B.** 2022. Disponível em: <https://www.sistemabbrasil.org/sobre>. Acesso em: 2022-12-26.
- SUGAHARA, C. R.; RODRIGUES, E. L. Desenvolvimento sustentável: Um discurso em disputa. **Desenvolvimento em Questão**, Unijuí, v. 17, n. 49, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2019.49.30-43>. Acesso em: 2022-12-03.
- TERRACHOICE. **The sins of greenwashing**: Home and family edition. 2010. Disponível em: https://www.twosides.info/wp-content/uploads/2018/05/Terrachoice_The_Sins_of_Greenwashing_-_Home_and_Family_Edition_2010.pdf. Acesso em: 2022-11-17.
- THORNTON, G. **Relatórios de sustentabilidade obrigatórios para grandes empresas**. 2022. Disponível em: <https://www.grantthornton.com.br/insights/artigos-e-publicacoes/relatorios-de-sustentabilidade-obrigatorios-para-grandes-empresas/>. Acesso em: 2022-11-06.
- ZUMENTE, I.; BISTROVA, J. Esg importance for long-term shareholder value creation: literature vs. practice. **Journal of Open Innovation: Technology, Market and Complexity**, v. 7, n. 2, 2021.

APÊNDICES

APÊNDICE A – FÓRMULAS RELACIONADAS AO ISE B3 2022

Fórmula para cálculo do Fator Qualitativo (FQ):

$$FQ = 1 - \left[\left(1 - \left(\frac{NQ}{100} \right) \right) * 0,5 \right] \quad (\text{A.1})$$

Onde:

FQ = Fator Qualitativo

NQ = Nota Qualitativa

Fórmula para cálculo da Nota de Corte:

$$NotaDeCorte = \max \left[\left(\sum_{i=1}^k \frac{ScoreISEB3_i}{k} \right) - \sigma^0; \frac{\sum_{i=1}^t \left(\left(\frac{\sum_{i=1}^k ScoreISEB3_i}{k} \right) - \sigma^t \right)}{t} \right] \quad (\text{A.2})$$

Onde:

$ScoreISEB3_i$ = ScoreISEB3 da empresa no ciclo i .

k = ScoreISEB3 da empresa no ciclo i .

σ^0 = desvio-padrão do $ScoreISEB3$ das empresas respondentes no ciclo em curso ($i = 0$).

σ^t = desvio-padrão do ScoreISEB3 das empresas respondentes nos ciclos anteriores.

t = número de ciclos anteriores (três) em relação ao ciclo em curso.

APÊNDICE B – REQUISITOS MÍNIMOS - QUESTIONÁRIO ISE B3 2022

Perguntas com requisitos mínimos	Alternativas que implicam em impedimento à inclusão na carteira
CHptCDT-b. Como a companhia monitora e aplica ações de prevenção a casos de assédio moral, assédio sexual, racismo, homofobia, transfobia e outras formas de preconceito contra grupos minorizados, incluindo funcionários próprios e também trabalhadores terceirizados?	f) Nenhuma das anteriores
CHsstLDR-a. A companhia dispõe de uma política que aborde aspectos de saúde e segurança no trabalho (SST)?	d) Não possui política corporativa que contemple aspectos de SST
ChediCDI-a. Indique como a companhia demonstra seu compromisso com a promoção da diversidade e inclusão:	f) Nenhuma das anteriores
CSdhCLC-c1a. Indique por meio de quais práticas a companhia gerencia os impactos negativos significativos de suas operações sobre a comunidade local:	h) Nenhuma das anteriores
GCfgsGES-a. Indique as práticas que estão contempladas de forma explícita na política corporativa da empresa sobre princípios para o relacionamento com suas partes interessadas:	h) A empresa não dispõe de política corporativa sobre princípios para o relacionamento com suas partes interessadas
GCgrPRC-a. A companhia dispõe de política corporativa para a gestão de riscos que considere aspectos de curto, médio e longo prazo acompanhados pelo Conselho de Administração?	c) Não
GCpgcACI-c. A empresa dispõe de área ou profissional, próprio ou terceirizado, responsável pelas funções de auditoria interna?	d) Não
GCpgcCDA-a. Indique as alternativas relacionadas ao Comitê de Auditoria da empresa:	j) Não possui Comitê de Auditoria
GCenGEE-b. Indique as alternativas que se aplicam ao Código de Conduta da companhia:	k) Não possui Código de Conduta
MApgaLDR-a. A companhia dispõe de uma política corporativa que aborda aspectos ambientais cujas diretrizes estão presentes em seus processos de planejamento e gestão?	d) Não possui política corporativa de meio ambiente
MApgaCPL-a. Indique a situação da companhia quanto ao licenciamento ambiental de suas instalações e processos:	e) Não possui procedimento sistemático de monitoramento da conformidade legal
MNIifsARC-a. Indique os procedimentos adotados pela instituição com relação à sua política de avaliação de investimentos com critérios socioambientais aplicada às atividades de administração de recursos de terceiros (asset management) e/ou recursos próprios:	j) A instituição não dispõe de tal política
MNIifsCDC-a. Considerando os princípios de proporcionalidade e relevância contidos na Resolução CMN 4.327/2014, indique os procedimentos adotados pela instituição para a elaboração de sua política de avaliação de crédito com critérios socioambientais:	k) A instituição não dispõe de política de avaliação de crédito com critérios socioambientais
MNIifsSEG-a. Indique os procedimentos adotados pela instituição com relação à sua política de (subscrição de) riscos com critérios socioambientais:	k) A instituição não dispõe de tal política

Figura 11 – Requisitos mínimos para compor o ISE B3 2022

Fonte: B3 (2022g)

APÊNDICE C – PLANO DE RESPOSTA A EVENTOS ESG RELACIONADOS AO ISE B3

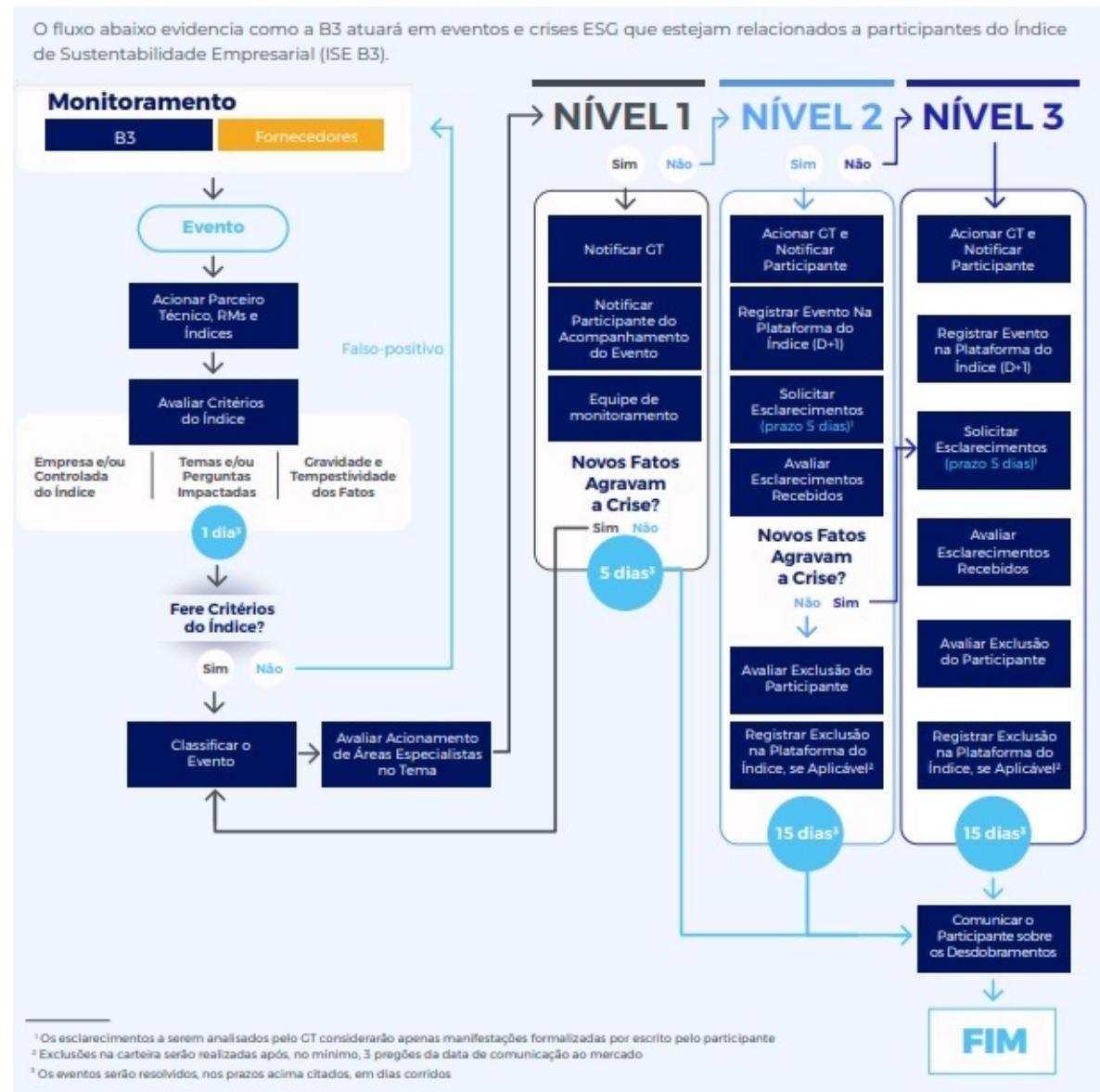


Figura 12 – Plano de Resposta a Eventos ESG relacionados ao ISE B3 (Continua na próxima página)

Fonte: B3 (2022e)

A B3 classificará o evento em:

- Impactos leves – Nível 1
- Impactos moderados – Nível 2
- Impactos graves ou gravíssimos – Nível 3

A análise considera os seguintes pilares e aspectos:

I. O impacto ESG da crise

Neste pilar serão considerados aspectos como:

- i. Danos materiais a terceiros e/ou coletivos;
- ii. Danos à saúde e segurança de ao menos 1 pessoa e/ou severos danos coletivos;
- iii. Descumprimento de leis trabalhistas e ambientais e/ou desigualdade envolvendo grupos minoritários;
- iv. Impactos operacionais ou financeiros à companhia;
- v. Riscos à estabilidade financeira ou operacional da companhia.

II. Gestão da crise pela companhia

Neste pilar a B3 avaliará:

- i. Se há a instalação de procedimentos investigatórios pelo poder público;
- ii. Se há investigações públicas relativas à governança e ética ou Compliance da companhia;
- iii. Se houve violações do código de conduta e ética dos administradores;
- iv. Se houve impacto na credibilidade da empresa frente ao mercado e seus stakeholders.

III. Impacto de imagem da crise na companhia

Neste pilar serão considerados aspectos como:

- i. Dimensão da cobertura de imprensa sobre o evento;
- ii. Impacto imediato no preço da ação;
- iii. Reações públicas de terceiros e/ou organizações da sociedade civil e/ou poder público.

IV. Resposta da companhia à crise

Neste pilar a B3 avaliará:

- i. Se a companhia anunciou medidas pontuais e/ou estruturais;
- ii. A extensão dessas medidas (curto a longo prazo);
- iii. O cumprimento obrigações legais e/ou adesão a melhores práticas de mercado (para além de obrigações legais).

Figura 13 – Plano de Resposta a Eventos ESG relacionados ao ISE B3 (Continuação)

Fonte: B3 (2022e)

APÊNDICE D – DETERMINAÇÃO DA SEVERIDADE DAS CONTROVÉRIAS - MSCI ESG RATINGS

		Natureza do Impacto			
		Notório	Sério	Médio	Mínimo
Escala do Impacto	Extremamente Difundida	Muito Grave	Grave	Grave	Moderado
	Extenso	Muito Grave	Grave	Moderado	Moderado
	Limitada	Grave	Moderado	Pequeno	Pequeno
	Baixa	Moderado	Moderado	Pequeno	Pequeno

Figura 14 – *Framework* usado para determinação da severidade das controvérsias

Fonte: Adaptado de MSCI (2022b, p.22), tradução livre do autor