



GRUPO DE ESTUDO DE ASPECTOS EMPRESARIAIS E DE GESTÃO CORPORATIVA E DA INOVAÇÃO E DA EDUCAÇÃO E DE REGULAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO - GEC

O COMPORTAMENTO DAS GESTORAS DE ATIVOS E DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS EM RELAÇÃO AOS FATORES ESG: OPORTUNIDADES E RISCOS PARA A INDÚSTRIA DE ENERGIA ELÉTRICA.

**LUIZ CLAUDIO GUTIERREZ DUARTE(1); DANIEL REIS DUARTE(1)
GPM - GLOBAL PERFORMANCE MANAGEMENT CONSULTORIA LTDA.(1)**

RESUMO

O comprometimento de incorporar os fatores ambientais, sociais e de governança quando da tomada de decisão de investimento está alterando a forma como os agentes institucionais alocam seus recursos. O presente Informe Técnico é dirigido tanto aos leitores reticentes a respeito dos ganhos em utilizar práticas de sustentabilidade, quanto aos que olham o ESG como apenas uma resposta aos anseios de consumidores, bem como os que acreditam, mas desejam um maior aprofundamento. Sendo assim, ao passar por diversos temas (transformação energética, responsabilidade corporativa, alfa ESG, ESG de fachada, contabilidade regulatória), os leitores perceberão as múltiplas funcionalidades do ESG.

PALAVRAS-CHAVE

ESG, Contabilidade Regulatória, Responsabilidade Social Corporativa, Transição Energética

1.0 INTRODUÇÃO

Existe uma percepção das gestoras de recursos, apesar de um quadro comparativo limitado, principalmente para mercados emergentes, que a busca de investimentos sustentáveis não atrapalha as metas financeiras tradicionais. Sendo assim, produtos financeiros com foco em ESG irão desempenhar um importante papel para a transição de baixo carbono. Tal fato vai ao encontro da existência de um *Zeitgeist* na Indústria de Energia Elétrica (IEE). Este termo alemão pode ser traduzido como o "Espírito do Tempo" e está associado à época em que vivemos, ao comportamento da sociedade e seus anseios. No caso da IEE, o *Zeitgeist* é representado pela Transformação Energética.

"*Zeitgeist Energético*" possibilita a existência de uma correlação positiva entre a Energia 3D's (descarbonização, digitalização e descentralização) + 2D's (desenho de mercado + desregulamentação) com os princípios de sustentabilidade representados pelas dimensões ambiental, social e de governança corporativa. Desta maneira, companhias de energia elétrica que realizam uma efetiva integração de fatores ESG na tomada de decisão apresentam uma boa chance de captar recursos de Gestoras de Ativos ao fazer parte de um fundo de investimento que abriga um portfólio de empresas com práticas de investimentos sustentáveis. Além disso, é crescente o interesse de investidores institucionais (fundos de pensão, fundo soberano e seguradoras) em investir em empresas com práticas de sustentabilidade.

Surge então a seguinte questão: Quais são os desafios para a Indústria de Energia Elétrica Brasileira (IEEB) em adotar cada vez mais o chamado capitalismo das partes interessadas?

O presente Informe Técnico (IT) pretende discutir o novo modo de pensar tanto dos gestores de ativos quanto de investidores institucionais. Para auxiliar nesta reverberação, o trabalho está estruturado, além dessa introdução, em mais quatro seções. A seção 2 aborda a questão da transformação energética direcionada para fontes com baixa emissão de carbono. A seção 3 realiza uma resenha a respeito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e sua importância como indutora da sustentabilidade empresarial da IEEB. A seção 4 apresenta, a partir de informações quantitativas, como gestores de ativos e investidores institucionais estão cada vez mais atentos ao desempenho não financeiro das empresas. A última seção é reservada para as considerações finais.

2.0 TRANSFORMAÇÃO ENERGÉTICA

A pandemia proporcionada pelo Covid-19 continua a gerar, principalmente em países em desenvolvimento, uma grave crise, sem precedentes em tempos de paz, seja qual for a dimensão que se queira analisar. Segundo a *International Energy Agency* - IEA (2021), estima-se que, no período de bloqueio, aconteceu uma queda de

produção entre 20% a 40%. Isto significa uma redução do PIB anual esperado da ordem de 2% a.a. para cada mês de medidas de contenção. Porém, houve um fortalecimento na comunidade internacional a respeito da importância de práticas de sustentabilidade nos aspectos ambientais, sociais e econômicos. Nesta seção, será abordada a sustentabilidade energética a partir de um “*Zeitgeist Energético*” que combina fontes renováveis de energia (descarbonização), indústria 4.0 (digitalização) e *proconsumers* (descentralização¹).

2.1 A Resiliência dos Mercados de Energia Renovável

O relatório da *International Energy Agency*- IEA 2020 informa que os atrasos decorrentes da crise causada pelo Covid-19 não impediram a ocorrência de adições líquidas, da ordem de 200 GW, de fontes renováveis de energia. Este valor representa um novo recorde de capacidade líquida adicional de energia renováveis. A fonte solar contribuiu com 107 GW e as fontes eólica e hidro tiveram adições líquidas de 65 GW e 18 GW, respectivamente. Em relação a 2019, os recursos renováveis cresceram em média 9% sendo que o maior crescimento pertenceu a hidroeletricidade (38%), seguido de solar (10%) e eólica (8%). As demais fontes renováveis apresentaram uma queda conjunta de 20%.

Pelo lado da geração de eletricidade, observou-se um crescimento de eólica e solar acima de 10% e 20%, respectivamente. Desta maneira, foram responsáveis por cerca de 9% do fornecimento global de eletricidade. Entretanto, cabe pontuar que a hidroeletricidade ainda predomina na produção global de energia elétrica com uma participação de 16%. Logo, no ano de 2020, as fontes renováveis obtiveram um crescimento de 7% e foram responsáveis por 28% da produção de energia elétrica. Tal fato, associado a queda da demanda de energia elétrica, implicou numa queda de 745 TWh em outras tecnologias de geração. A maior queda aconteceu com o carvão (519 TWh), seguido do gás e nuclear com 117 TWh e 109 TWh, respectivamente. A resiliência das fontes renováveis de energia proporcionou que suas tecnologias de geração ocupassem espaços outrora pertencente ao mercado de carvão.

No tocante a capacidade líquida de eletricidade renovável por tecnologia, no período 2013-2020, cabe os seguintes destaques:

- i) Hidroeletricidade: desde 2015 vem sendo observado uma contínua diminuição de acréscimos de potência instalada. A principal causa vem do fato da China, com participação da ordem de 30% da capacidade instalada mundial, ter diminuído no seu planejamento de expansão da geração a entrada de novas unidades de plantas hidroelétricas. A participação dessa fonte nos incrementos de unidades renováveis passou de 36% em 2013 para apenas 7% em 2020.
- ii) Eólica: na primeira metade da década de 2010 foi a fonte que mais acrescentou novas plantas. A explicação pode ser dada a partir de uma combinação de fatores tais como: competição, inovação e aumento da produção de energia.
- iii) Solar FV: na segunda metade do último decênio é a vez desta fonte assumir a liderança no incremento de novas unidades geradoras. No período 2017-2020 a participação no acréscimo de unidades superou 50%.

A mesma instituição, por meio do documento “*World Energy Outlook 2020 (WEO)*”, apresenta dois cenários de longo prazo, relativo ao ano de 2040, onde podem ser elencados de forma resumida os seguintes pontos:

- i) Fontes renováveis são predominantes no binômio energia/potência em ambos os cenários, embora as não renováveis consigam, no cenário mais pessimista, ter uma participação da ordem de 44% em energia e 35% em capacidade instalada.
- ii) Fontes não renováveis de energia (carvão e óleo) apresentam taxas de decréscimo, em ambos os cenários, tanto em relação a capacidade instalada quanto na geração de energia elétrica.

2.2 Investimentos em Energia Limpa

A tabela 1 apresenta o investimento global realizado em energia limpa e eficiência energética, no período 2017-2020, bem como um valor estimado para o ano 2021. Verifica-se um investimento médio em fonte renovável de energia de US\$ 356 bilhões/ano, com um crescimento no período de 5%. A participação da energia renovável no ano de 2020 foi de 58%, com uma taxa de crescimento da ordem de 6% em relação a 2019. Na proposta da IEA, o valor estimado de investimento para 2021 em energia renovável é de US\$ 392 bilhões, com um crescimento esperado que corresponde a metade do valor alcançado no biênio 2019-2020, isto é, 3% a.a.. Outro ponto a destacar é o aumento da participação da energia limpa no total de investimentos.

¹ O Estado é responsável em organizar o contexto no qual os agentes irão tomar decisões sem tentar bloquear ou obstruir a livre escolha dos mesmos (desenho de mercado e desregulamentação).

Tabela 1 – Investimento Global em Energia Limpa (US\$ 10⁹ de 2019)

Descrição	2017	2018	2019	2020	2021E*
Energia renovável	336	343	361	382	392
Nuclear	34	33	39	42	44
Sistema de armazenamento em baterias	3	5	4	6	7
Eficiência energética e eletrificação	271	271	269	266	295
Energias renováveis para uso final	26	25	25	23	25
Combustíveis de baixo carbono	10	9	9	8	15
Captura de Dióxido de Carbono	1	0	0	0	0
% de energia limpa no total de investimentos	34,0%	34,3%	35,2%	41,7%	40,7%

*Estimativa realizada em 1/06/2021.

Fonte: IEA.

2.4 Transformação Digital

O mundo pós-Covid reforçou a necessidade de países estarem cada vez mais preparados para usufruir das possibilidades que a Transformação Digital (TD) pode oferecer na busca de negócios viáveis, socialmente justos e financeiramente possíveis. O *Network Readiness Index* (NRI) é um relatório, publicado pelo Instituto Portulans, considerado o mais confiável e abrangente na análise do impacto da TD na competitividade das nações. As dez melhores performance, de acordo com um conjunto de quatro pilares estabelecidos pelo NRI, está apresentado na Tabela 2. Cabe observar que foi acrescido, na mesma, o Brasil.

Tabela 2 – NRI

País	Colocação (134 países)	Pontuação	Tecnologia	Pessoas	Governança	Impacto
Suécia	1	82,75	83,82 (2)	78,07 (4)	88,88 (4)	80,23 (3)
Dinamarca	2	82,19	79,71 (5)	80,81 (1)	89,80 (2)	78,45 (5)
Singapura	3	81,39	76,16 (10)	77,86 (5)	83,35 (13)	88,17 (1)
Holanda	4	81,37	83,81 (3)	73,45 (9)	89,47 (3)	78,75 (4)
Suíça	5	80,41	85,67 (1)	70,02 (13)	85,04 (10)	80,93 (2)
Finlândia	6	80,16	78,24 (9)	78,19 (3)	88,61 (5)	75,59 (9)
Noruega	7	79,39	75,23 (11)	73,88 (8)	91,30(1)	77,14 (6)
EUA	8	78,91	82,88 (4)	74,59 (7)	86,23 (8)	71,96 (14)
Alemanha	9	77,48	79,18 (7)	70,54 (12)	83,52 (12)	76,69 (7)
Grã-Bretanha	10	76,27	78,34 (8)	69,69 (14)	82,65 (14)	74,40 (10)
Brasil	59	50,58	38,95 (69)	52,41 (47)	60,51 (53)	50,45 (69)

*Os valores entre parênteses representam as colocações em cada pilar.

Fonte: Dutta & Lanvin (2020).

Verifica-se que o Brasil tem um árduo caminho pela frente para que possa alcançar um razoável padrão de digitalização. As posições podem ser explicadas, entre outras: pelo baixo investimento em P&D, graves problemas no sistema educacional e péssima distribuição de renda. A IEEB deve atentar para esta questão, pois, de alguma maneira, poderá refletir no desempenho não financeiro da empresa.

2.4 Energia 4.0 e Novos Modelos de Negócios

Pode-se definir a Energia 4.0 (E.4) como a incorporação, na Indústria de Energia Elétrica, de tecnologias emergentes tais como: IoT, ciência de dados, aprendizado de máquinas, computação em nuvem e blockchain. Esta transformação digital mudará definitivamente os negócios do setor de eletricidade. A entrada da E.4 está permitindo a disrupção da cadeia unidirecional de suprimento de energia elétrica (Geração → Transmissão → Distribuição → Carga) com a entrada dos recursos energéticos distribuídos - RED (*Renewable Energy Distributed*) nas suas diferentes formas: geração de energia não centralizada, armazenamento distribuído de energia, mobilidade elétrica e resposta a demanda. A RED permite criar a figura do *Prosumer*. Este pode ser explicado como um agente que atua, ao mesmo tempo, como produtor e consumidor de energia elétrica.

Este possível “Admirável Mundo Novo” obrigará aos gestores das empresas de energia elétrica a refletirem sobre a seguinte questão: Quais serão os modelos de negócios mais adequados para minha empresa?

Esta pergunta foi colocada pela PwC em seu relatório direcionado a Indústria de Energia Elétrica (PwC,2020). A Tabela 3 apresenta alguns modelos de negócios que poderão surgir com o desenvolvimento da E.4.

Tabela 3 – Novos Modelos de Negócios

Modelos de Negócios	Foco do negócio	Alinhamento de negócio	Base de lucratividade
Tradicional	Ativos e Clientes	Geração -Transmissão & Distribuição - Varejo	Retorno sobre o Capital Investido (ROI)
<i>Gentailer</i> ²	Ativos e Clientes	Geração - Varejo	Margem de Lucro
<i>Pure Play Merchant</i> ³	Ativos	Geração	Margem de Lucro
Desenvolvedor de redes de transmissão ⁴	Ativos	Transmissão	ROI regulado
Gestor de rede ⁵	Ativos	Transmissão - distribuição	ROI regulado
Produto Inovador ⁶	Clientes	Varejo	Margem de Lucro
"Parceiro de Parcerias" ⁷	Clientes	Varejo	Margem de Lucro
Facilitador de valor agregado de energia ⁸	Clientes	Varejo	Margem de Lucro
Concessionária Virtual ⁹	Clientes	Distribuição-Mercado Varejista	Margem de Lucro

Fonte: PwC (2020).

3.0 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Pode-se dizer que o artigo de Friedman (1970), publicado no New York Times Magazine, a respeito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC), influenciou, nas cinco décadas seguintes, tanto os meios acadêmicos quanto de negócios. Portanto, segundo o autor, a verdadeira responsabilidade social de um negócio, sob determinadas condições, é a maximização do lucro (Teoria dos *Shareholders*).

Carrol (1999) escreveu uma excelente resenha a respeito da evolução do conceito e definição da RSC moderna até o final do século XX:

- i) Anos 1950: estudos eram mais direcionados a Responsabilidade Social.
- ii) Anos 1960: preocupação tanto na formalização quanto na definição do significado de RSC. Considerava, entre outras coisas, que a responsabilidade social do empresário deve ser diretamente proporcional ao seu poder social.
- iii) Anos 1970: as definições de RSC tornaram-se mais específicas e abordagens alternativas foram apresentadas, tais como: Responsividade Social Corporativa (RSC2) e Desempenho Social Corporativo (DSC). Estas sinalizavam a preocupação de sair de uma discussão verbal para propostas práticas da RSC em relação a problemas sociais (discriminação racial, poluição, degradação urbana, etc.), em vez de simplesmente ser um compromisso de negócio.
- iv) Anos 1980: RSC como um processo; desenvolvimento de uma estrutura analítica de hierarquia de necessidades organizacionais para facilitar a operacionalização da RSC e com isso avaliar o DSC; estudos empíricos para compreender a relação entre RSC e lucratividade.
- v) Anos 1990: poucas contribuições exclusivas em relação à definição do RSC. Entretanto, aparecem trabalhos relacionados a teoria da ética empresarial, teoria dos *stakeholders*, DSC e cidadania corporativa.

Não há dúvida, conforme comenta Carrol (op. cit), do intenso trabalho realizado e do grau de sofisticação atingido nas últimas décadas do século XX para o aprimoramento da RSC. Entretanto, tal esforço no mundo acadêmico mostrou a dificuldade de sua implementação no mundo real. Primeiramente, deve-se destacar os escândalos financeiros de duas grandes empresas do setor de serviços que decretaram falência na primeira metade da década de 2000 em razão de fraudes contábeis e fiscais, quais sejam: Enron (2001) e WorldCom (2002). Estes casos relacionados a gestões pouco éticas e relatórios financeiros duvidosos, dentre outras questões, fez com que fosse criada, em 30 de julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). Este diploma legal

² Provedor de energia no mercado varejista que também possui ativos de geração de energia que atendem à sua demanda (*generator + retailer*).

³ Empresa proprietária e operadora de ativos de geração que vende no mercado atacadista ao preço de compensação (*market-clearing price*).

⁴ Na maioria dos casos, funciona como um monopólio natural. Portanto, a taxa de remuneração (ROI) é estabelecida pela agência reguladora.

⁵ Opera ativos de transmissão e distribuição. Além disso, fornece acesso a sua rede tanto para geradores quanto para provedores de serviços de varejo. A taxa de remuneração, tal como o desenvolvedor de redes, é estabelecida pela agência reguladora.

⁶ Além de oferecer eletricidade, apresenta uma carteira de opções aos clientes como: escolha da fonte de energia preferida e serviço que possibilite ao cliente conectado gerenciar seu controle de energia.

⁷ Empresa que pode ajudar a concessionária de serviço público no aumento de satisfação do cliente em relação ao serviço prestado. Esta agregação de valor pode ser realizada a partir de serviços de conveniência na residência do cliente realizado pelo "parceiro de parcerias".

⁸ A concessionária de energia, ao coletar e gerenciar uma grande quantidade de informações, provenientes tanto da operação do sistema quanto do consumo do cliente, pode oferecer ao mesmo serviços sobre seu padrão de uso da energia.

⁹ Nesse modelo, uma concessionária virtual pode agir como uma intermediária entre agentes de geração e distribuição para além dos seus domínios.

aumentou a responsabilidade dos executivos, fortaleceu a independência do auditor e proporcionou uma grande reforma tanto nos procedimentos de elaboração dos relatórios financeiros, quanto na exigência de mais transparência nas divulgações informadas pela organização. Contudo, a Lei SOX não impediu a insolvência, seis anos depois, do quinto maior banco de investimento do mundo: Lehman Brothers.

Na segunda década do século XXI, seja por pressões de governos, Organizações Não Governamentais - ONGs ou advindas das mídias sociais, observa-se um maior comprometimento da comunidade empresarial pelo conceito do RSC. Isto pode ser constatado a partir da última declaração sobre o propósito corporativo, redigido pela *Business Roundtable* (2019)¹⁰, em que 181 CEO's comprometem-se a liderar suas empresas para o benefício de todas as partes interessadas (cliente, funcionários, fornecedores, comunidades e acionistas).

Carrol (2018) destaca o desenvolvimento de prêmios, patrocinados por organizações empresariais, para o desempenho social da empresa, tais como: *Fortune Word's Most Admired Companies*, *The Conference Board/Ron Brown Award for Corporate Leadership* e *Corporate Responsibility-Best Corporate Citizen*. Quanto à aplicação do RSC, o autor declara que além de iniciativas que podem ser definidas como filantrópicas, outras ações estão relacionadas ao trabalho voluntário de funcionários, relações com a comunidade a partir da geração de empregos para grupos específicos (minorias, terceira idade, mulheres), como também promoção de melhorias ambientais acima do que dispõe a lei.

Será que temos condições de chegar a alguma conclusão sobre o propósito corporativo? Passados 50 anos, as polêmicas a respeito do artigo de Friedman continuam. Os opositores, como Blair (2020) e Zamagni (2020), com argumentos diferentes, chegam a mesma conclusão, qual seja: não pode haver um objetivo social único (maximização do lucro), em razão da lei delegar ao conselho de administração a responsabilidade na tomada de decisões que não obrigatoriamente seja de recompensar o acionista. Tal fato, contribui para que se busque um maior equilíbrio entre as partes interessadas. Por outro lado, Bush (2020) não acredita que a visão de Friedman fosse de aumentar o lucro dos acionistas em detrimento da responsabilidade social. A autora acredita, como Friedman, que o conflito surge, em muitos casos, quando a liberdade do indivíduo está comprometida. Já Edman's (2020) argumenta que o artigo de Friedman encaminha orientações úteis no apoio aos negócios responsáveis.

Na busca de uma conciliação dos dois constructos teóricos que não resultem num jogo de soma zero, pode-se destacar: Porter & Kramer (2007) e Soares e Petrini (2014). Estes trabalhos descrevem a RSC como uma fonte potente de inovação e vantagem competitiva. Portanto, criadora de valor!!!

4.0 A IMPORTÂNCIA DA ESG NA GESTÃO DE ATIVOS

Nos últimos anos aumentou a disposição de mensurar o desempenho não financeiro da empresa a partir de critérios ambientais, sociais e de governança. Estes são conhecidos pelo acrônimo ESG (Environmental-Social-Governance)¹¹. Essas métricas proporcionaram a construção, pelas gestoras de ativos, de portfólios direcionados a investidores cada vez mais preocupados com os impactos socioambientais, bem como de governança corporativa. Além disso, a integração de informações ESG nas decisões de investimento da maior gestora de ativos do mundo, BlackRock, reforçaram os argumentos contrários a exclusividade do binômio retorno/risco na tomada de decisão, seja de um projeto de investimento, seja de um produto financeiro ou na avaliação de uma empresa.¹²

4.1 Fator ESG nas Práticas Gerenciais

O relatório 2020 *Global Sustainable Investment* (GSI), publicado pela *Global Sustainable Investment Alliance* – GSIA, mostra que em 2020 o valor dos ativos em investimento sustentável¹³, nos cinco principais mercados (Austrália/Nova Zelândia, Canadá, Estados Unidos, Europa e Japão) foi da ordem de US\$ 35 trilhões, com um

¹⁰ Bebchuck & Tallarita (2020, p.28) comentam que, a partir de uma leitura atenta da declaração, como também das evidências coletadas, tais objetivos sejam apenas pura retórica: “...our study shows that the statement is largely a rhetorical public-relations move rather than the harbinger of meaningful change”.

¹¹ Algumas das questões destes pilares são: i) “E”: riscos climáticos, escassez de recursos naturais, poluição e resíduos, tecnologia limpa e recursos energéticos renováveis; ii) “S”: política e relações trabalhistas, risco do produto (segurança de dados, emissões de gases de efeito estufa por atividade); iii) G: direitos dos acionistas, transparência, ética nos negócios, composição do conselho de administração e remuneração dos executivos.

¹² A forma como o ESG cresceu merece um comentário. Colocando numa linguagem de gestão: enquanto os movimentos RSC/DSC tiveram um estilo *Bottom-up*, isto é, via tríade academia-organizações não-governamentais-sociedade, a ESG foi fortemente patrocinada a partir de uma característica *top-down*. Neste caso, são exemplos: os compromissos assumidos nos Princípios de Investimento Responsável, a *Business Roundtable* e as famosas Cartas do Chairman da BlackRock, Larry Fink.

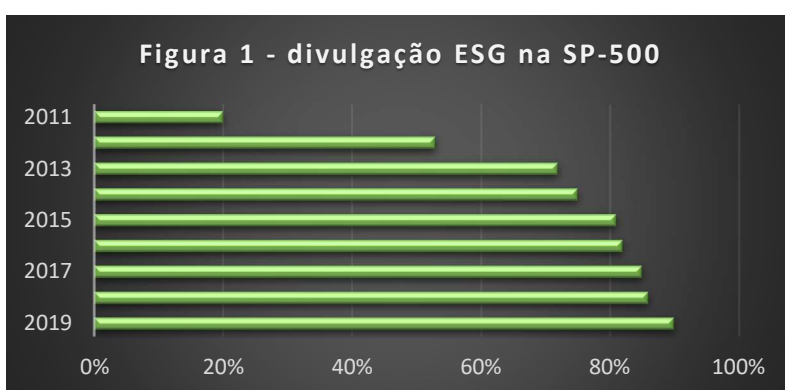
¹³ A *Global Sustainable Investment Alliance* (2020) divide as estratégias e atividades do investimento sustentável em sete tipos, quais sejam: filtro negativo/excludente, filtro positivo/melhor classe, filtro baseado em normas, integração ESG, investimento temático em sustentabilidade, investimento de impacto/investimento comunitário e engajamento corporativo e atividade do acionista.

crescimento de 15% em relação a 2018. Desse total, destacam-se as participações da Europa (34%) e Estados Unidos (48%).

Existe uma percepção das gestoras de recursos, apesar de um quadro comparativo limitado (principalmente para mercados emergentes), que a busca de investimentos sustentáveis não atrapalha as metas financeiras tradicionais. Isto pode ser visto pela seguinte frase contida num artigo da BlackRock (2018, p.5):

“Can investors pursue these sustainable strategies without compromising on traditional financial goals? We believe the evidence is encouraging, notwithstanding the short history of available track records. We start with equities – and show how selected ESG indices have delivered risk/return characteristics in line with conventional benchmarks”.

Isto posto, tais dados evidenciam a centralidade do fator ESG nas práticas empresariais. Tendo isso em vista, não é casual que as bolsas de valores comecem a dedicar-se, mais especificamente, à criação de parâmetros ESG. A Figura 1 (Ungaretti, 2020 apud *Governance & Accountability Institute*) apresenta, no período 2011-2019, a evolução histórica relativa ao crescimento das empresas que divulgam informações ESG na mais proeminente bolsa de valores do mundo. Apesar desse crescimento, convém ressaltar que os fatores ESG presentes nas bolsas do mundo, representam apenas 24%.



4.2 Riscos ESG

Num dos seus relatórios, a Fama Investimentos chama atenção para dois riscos que não podem ser ignorados, quais sejam:

- i) ESG de Fachada: está relacionado com empresas que aderem aos princípios de sustentabilidade pela simples razão da demanda de mercado as exigirem e não pelo alinhamento aos mesmos. Um caso emblemático se refere a Volkswagen. A ocorrência está relacionada a um procedimento feito pela montadora, para modelos exportados para os EUA, onde o software implementado reconhecia o momento de inspeção técnica e, automaticamente, injetava produtos químicos que reduziam a emissão de gases tóxicos que, sem esta interferência, seriam muito superiores ao estabelecido pela agência ambiental americana (*Environmental Protection Agency* – EPA). Cerca de US\$ 15 bilhões foram usados pela montadora alemã, em 2015, para indenizar os proprietários. Cabe observar que o problema se espalhou por outros países e levou a uma crise de confiança para a indústria automobilística mundial. O Regulamento (UE)2020/852, aprovado pelo Conselho da União Europeia e Parlamento Europeu, estabelece um escudo de proteção, para os agentes econômicos (empresas, investidores e formuladores de políticas), contra o branqueamento ecológico (ou “ecobranqueamento”) dos serviços ou produtos oferecidos por uma organização.
- ii) Simples compilação de dados quantitativos e de *check-list*: os princípios ESG devem ser analisados a partir de ações e omissões das empresas no seu relacionamento com os stakeholders e não simplesmente desenvolver conceitos no mundo simbólico. Estes ao se comunicarem com o mundo real entregam apenas indicadores abstratos. No Brasil, por exemplo, a adoção de práticas de governança corporativa do direito ao *Tag Along* não é efetiva no ambiente da corporação.

A adoção dos princípios ESG proporciona a possibilidade de trazer, no ambiente de tomadas de decisões da empresa, fatores conjunturais que poderão influenciar o *Valuation*. Tal fato decorre de possíveis impactos nas projeções de crescimento, capex ou no custo de capital. Esta junção entre as finanças tradicionais, representada pela análise econômico-financeira, com investimentos ESG é chamada de Investimentos Socialmente Responsáveis (*Socially Responsible Investment* - SRI).

4.3 Integração ESG e Alfa ESG

Vários estudos apresentam evidências de retorno adicionais para o mesmo nível de riscos, o chamado Alfa ESG, relacionados a Fundos de Índice com práticas de investimentos sustentáveis (fundo com foco em ESG).

A Tabela 4, baseada no estudo da BlackRock (op. cit., p.6), mostra uma comparação entre fundos tradicionais e aqueles referenciados a ESG, em três regiões, a partir de três métricas selecionadas. Observa-se que o retorno anualizado dos fundos ESG apresenta valor igual ou superior e índice de Sharpe na mesma ordem de grandeza dos tradicionais, com exceção dos mercados emergentes.

Tabela 4 - Período 2012-2018

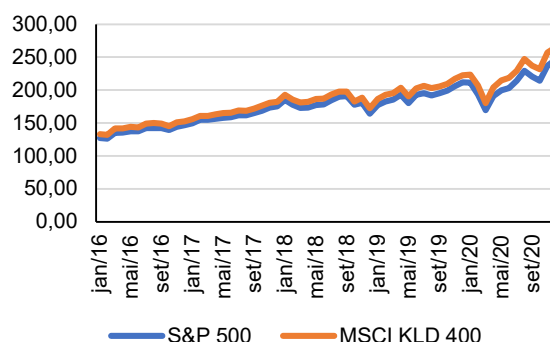
	EUA		Mundo – s/EUA		Mercados Emergentes	
Métricas	Tradicional	Fundo ESG	Tradicional	Fundo ESG	Tradicional	Fundo ESG
Retorno Anualizado	15.8%	15.8%	10.5 %	11.1%	7.8%	9.1%
Volatilidade	9.5%	9.6%	11.4%	11.6%	14.4%	14.3%
Índice Sharpe	1.62	1.60	0.88	0.92	0.51	0.61

Fonte: BlackRock (2018).

A mesma conclusão chegou o *Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing* (2019) ao analisar cerca de 11.000 fundos mútuos no período de 2004 a 2018. Mostrou-se, então, uma ausência de *trade-off* financeiro entre os fundos com foco em ESG e os tradicionais, porém com um menor risco de queda do primeiro. Também foi constatada, por meio de evidências estatísticas, uma maior estabilidade de fundos ESG frente a períodos de extrema volatilidade. Neste caso, as métricas de comparação foram: retorno, mediana das diferenças entre as taxas e *downside risk*.

A materialização do desempenho melhor de produtos financeiros que incorporam ESG pode também ser exemplificada na Figura 2. Na comparação entre a performance acumulada do fundo EFT *Ishares* MSCI KLD 400¹⁴ e do S&P500 na segunda metade da década de 2010. O fundo com foco em ESG apresentou um desempenho melhor e com retorno acumulado no período da ordem de 100% contra 94% do S&P 500.

Figura 2 - S&P 500 x MSCI KLD 400



4.4 Brasil e ESG

Nos últimos anos, o mercado financeiro brasileiro despertou para a forte demanda de investidores pelo conceito de “investimentos responsáveis”. Um exemplo de proatividade está relacionado ao fato da B3 ter lançado seu terceiro índice de sustentabilidade¹⁵, Índice S&P/B3 Brasil ESG, composto por 96 companhias¹⁶, cujas ponderações seguem as pontuações da ESG da S&P DJI, com base na Avaliação de Sustentabilidade Corporativa (*Corporate Sustainability Assessment - CSA*).

As gestoras, incentivadas pela combinação de maior demanda pelo ETF (*Exchange Traded Funds*) e conscientização dos investidores brasileiros com relação a sustentabilidade, perceberam a necessidade de desenvolver ETF ESG¹⁷. Inclusive, a B3 começou a negociar o primeiro ETF ESG que replica o Índice S&P/B3 Brasil ESG cerca de um mês após a criação desse índice de sustentabilidade. Apesar da principal demanda pelos fundos de investimentos com foco em ESG ter origem em plataformas de investimentos, existe uma tendência de que investidores institucionais, Fundos de Pensão e Fundos de Investimento para Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), direcionem parte de seus recursos para investimentos sustentáveis.

Também merece destaque o fato de que tanto *assets* de bancos (Bradesco, BTG, Itau, Santander) quanto independentes (Constellation, JGP, Quasar) assinaram o compromisso “Investidores do Clima” (IPC). Este tem o objetivo de engajar e capacitar investidores locais para atentarem na descarbonização e gestão climática do portfólio.

¹⁴ Este fundo busca acompanhar os resultados de um índice composto por empresas dos Estados Unidos que apresentam, dentro de uma taxonomia de sustentabilidade estabelecida, impactos positivos tanto socioambientais quanto de governança corporativa.

¹⁵ Os dois primeiros são: Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE- B3) e Índice Carbono Eficiente (ICO₂). A primeira é composta de 30 companhias e a segunda de 25.

¹⁶ No conjunto das empresas listadas estão excluídas aquelas que não estão aderentes aos dez princípios constantes do Pacto Global da ONU ou que fazem parte de setores específicos (armas, tabaco e carvão mineral).

¹⁷ O banco Itau desenvolveu um ETF ESG focado na produção de energia limpa.

No tocante aos tratados, o Brasil aderiu a Agenda 2030 e ao Acordo de Paris. No ambiente interno, destacam-se as Resoluções 4.327-2014 e 4.661-2018 do Conselho Monetário Nacional. Enquanto a primeira determina que as instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo Banco Central devem adotar uma política de responsabilidade socioambiental; a segunda estabelece que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar devem considerar, sempre que possível, os aspectos relacionados a responsabilidade econômica, social, ambiental e de governança de investimentos.

O Brasil está bem atrasado, apesar dos fatores positivos apresentados nos parágrafos anteriores, em relação aos europeus, americanos e asiáticos. Em primeiro lugar, a participação de ações sustentáveis é bastante irrisória. Isto pode ser visto pelo pequeno volume das carteiras de ações com critérios sustentáveis o qual, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2020), alcançou o valor de R\$ 818 milhões frente a R\$ 5,26 trilhões de patrimônio da indústria de fundos de investimento em 2020. Porém, o ponto mais importante consiste nos problemas que o país enfrenta cujo principal patrocinador é o próprio governo brasileiro.

A IEEB é um dos segmentos onde as oportunidades superam os riscos de se aderir aos princípios de ESG. Os fatores que contribuem para isso estão abaixo identificados:

- i) Grande parte da sociedade brasileira é atendida por um sistema interligado, com predominância hídrica e com um portfólio de produção de energia elétrica que apresenta outras fontes renováveis de energia (eólica, solar). A extrema complexidade operacional e de planejamento deste sistema é compensada pela sua vantagem comparativa em relação a outros grandes sistemas elétricos de potência.
- ii) Modernização do Setor Elétrico: apesar de haver um longo caminho para sua efetiva concretização, diversos temas elencados na proposta são bastante aderentes as práticas de sustentabilidade.
- iii) Ambiente de Contratação Livre (ACL): a liberdade de escolher como e com quem negociar, dentro de regras estabelecidas, possibilita ações sustentáveis por parte de consumidores cujo desejo de adquirir fontes renováveis de energia supera o sacrifício de disponibilizar uma maior quantidade de recursos monetários.
- v) Empresas Sustentáveis: diversas corporações da IEEB estão desenvolvendo ações concretas em relação a adoção de práticas ESG. A Engie, maior geradora privada de energia do Brasil, estabeleceu o compromisso de descarbonização total de sua carteira de geração até 2025 e atingir uma meta de 50% de mulheres em cargos de gestão até 2030. Já a Omega conseguiu sua terceira emissão de títulos verdes, cerca de R\$1 bilhão, baseados em ações concretas de princípios de ESG. A 2W Energia pretende direcionar 0,5% do capex em ações de cultura, diversidade e educação para comunidades próximas aos seus parques eólicos. Por fim, mas não menos importante, a captação pela Focus Energia, empresa orientada a negócio de energia limpa no ACL, de R\$ 765 milhões num IPO para investimentos em energia solar e geração distribuída.
- vi) Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel): a instituição da Contabilidade Regulatória e a estruturação do Manual de Contabilidade do Setor Elétrico (MCSE), a partir da Resolução 933/21, podem contribuir para um maior engajamento da IEEB nas práticas de sustentabilidade. Ferreira et al. (2021) concluíram que embora as informações contábeis societárias, fundamentadas no *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, sejam mais relevantes (*value relevance*) que as informações regulatórias, os investidores reagem positivamente a essas duas informações. Deve-se destacar que a estruturação do MCSE, mencionada na resolução, poderá colaborar com que os Relatórios de Sustentabilidade entregues pelos agentes com outorgas dos segmentos de geração (serviço público ou uso do bem público), transmissão ou distribuição sejam aderentes aos padrões exigidos pelo regulador.

Aos gestores das empresas de energia elétrica aconselhamos a lerem a posição da Fama Investimentos a respeito do que representam ESG e Investimento Responsável. Alguns pontos transcrevemos:

- ESG é, em última instância, uma poderosíssima ferramenta de controle de riscos.
- Sustentabilidade, no sentido amplo da palavra, significa reduzir a incerteza em um fluxo incerto.
- Empresas com cultura ESG pensam a longo prazo, o que, geralmente, é um indicativo de um bom management.
- Reflexões de ESG ajudam a entender sobre a qualidade do negócio.
- Não há tolerância para a falta de ética.
- Pensar ESG é pensar em sustentabilidade a longo prazo.

5.0 CONCLUSÃO

Nesse tempo estranho e perigoso um risco, que nunca representou uma ameaça à segurança das organizações, agora assume a primeira colocação. A pandemia causada pelo Covid-19 supera, segundo o Barômetro de Risco Allianz 2021, outros riscos tais como: interrupção de negócios (segundo lugar) e cibernética (terceiro lugar). Catástrofes naturais e mudanças climáticas estão, de acordo com a pesquisa da seguradora, em sexto e nono lugares, respectivamente. Porém, o chamado “novo normal” despertou uma maior conscientização na possibilidade de transformar a relação homem x natureza por homem + natureza, sem o

radicalismo dos extremos. Os Princípios de ESG podem ajudar a consecução da nova expressão, desde que esteja contido num ambiente onde impera o Estado Democrático de Direito.

Estudos apontam para o fato da inovação, responsabilidade social corporativa e satisfação do cliente serem a tríade que ditará a permanência ou não de uma empresa no mercado. Portanto, a IEE deve-se preparar para um novo mundo de negócios, representado pela quebra do paradigma de uma cadeia linear e hierárquica de suprimento de energia. A tecnologia digital, fontes alternativas de energia e indústrias estarão cada vez mais interconectadas. Isto possibilitará uma maior segurança energética ao menor custo possível.

Será que poderemos caminhar para um novo **Zeitgeist Energético**?

Quem sabe, por estarmos em tempos estranhos, algo se reverta a favor, por exemplo, de um melhor equilíbrio no fluxo de capitais e que as nações emergentes possam usufruir do admirável mundo novo proveniente da transição energética. Se os autores estão sendo panglossiano: talvez sim ou talvez não, mas não vivemos em tempos estranhos???

6.0 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento 2020.
- Bebchuck, L. & Tallarita, R. *The Illusory Promise of "Stakeholderism": Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders*. Milton Friedman 50 Years Later. Promarket. Stigler Center at the University Chicago Booth Scholl of Business. 2020.
- Black Rock. *Sustainable investing: a 'why not' moment Environmental, social and governance investing insights*. May 2018. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-sustainable-investing-may-2018-international.pdf>. Acesso em: 15/02/2021.
- Bush, M. K. *Shareholder Value and Social Responsibility are not at odds*. Milton Friedman 50 Years Later. Promarket. Stigler Center at the University Chicago Booth Scholl of Business. 2020.
- Blair, M. *Corporate are Governance Mechanisms, not shareholder toys*. Milton Friedman 50 Years Later. Promarket. Stigler Center at the University Chicago Booth Scholl of Business. 2020.
- Carrol, A. B. *Corporate social responsibility evolution of a definitional construct*. Business & Society, 38 (3), pp. 268-295. 1999.
- _____. *Corporate Social Responsibility (CSR) and Corporate Social Performance (CSP)*. The SAGE Encyclopedia of Business Ethics and Society (pp.746-754). June 2018.
- Dutta, S. & Lanvin, B. *The Network Readiness Index 2020: accelerating Digital Transformation in a post-Covid Global Economy*. Portulans Institute. 2020.
- Edman's, A. *What Stakeholder Capitalism Can Learn from Milton Friedman*. Milton Friedman 50 Years Later. Promarket. Stigler Center at the University Chicago Booth Scholl of Business. 2020.
- Ferreira, M.P.; Ribeiro, A.M.; Milhomem, J.F.C.; Carmo, C.H.S. do. Contabilidade Societária X Contabilidade Regulatória: *Value Relevance* das Informações Contábeis do Setor Elétrico Brasileiro. In: Revista de Contabilidade Vista & Revista. UFMG. Belo Horizonte, v.32, n.2, p.205-229, maio/ago. 2021.
- Friedman, M. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 01/02/2021.
- Global Sustainable Investment Alliance-GSIA. 2018, 2020 *Global Sustainable Investment Review*.
- Morgan Stanley. *Sustainable Reality: analysing risk and return of sustainable funds*. 2019.
- Porter, M. E.; Kramer, M.R. Strategy and Society: *The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*. *Harvard Business Review* 84(12):78-92, 163. January 2007.
- Soares, E.C. & Petrini, M.C. Maximização de lucros dos shareholders e responsabilidade social corporativa (RSC): entre a competitividade e a sustentabilidade. Unilasalle Editora, Canoas, v.3, n.1, mar. 2014.
- PwC. *The road ahead Gaining momentum from energy transformation*. 2020.
- Ungaretti, M. ESG de A a Z: tudo que você precisa saber sobre o tema. Expert XP. 8/09/2020.
- Zamagni, S. *It Is Time to Move on from Friedman's View of the Corporation*. Milton Friedman 50 Years Later. Promarket. Stigler Center at the University Chicago Booth Scholl of Business. 2020.

DADOS BIOGRÁFICOS



LUIZ CLAUDIO GUTIERREZ DUARTE: Sócio-diretor da Global Performance Management-GPM. Engenheiro Eletricista, Economista, com especialização em Planejamento Energético e Mestrado em Engenharia de Produção. 35 anos atuando no setor elétrico (Eletrobrás, Furnas, Iberdrola, Intertechne, Marte Engenharia, Petrobras). Foi Coordenador Acadêmico do Ibmecc/Soluções Corporativas e responsável pelo MBA em Gestão de Negócios na Indústria de Energia Elétrica. Credenciado junto a Aneel para avaliar projetos de P&D. Docente em Finanças e Métodos Quantitativos para cursos de MBA (Ibmecc, FGV, Fundação Dom Cabral,

UFF, UERJ) e em programas de Soluções Corporativas (BB DTVM, Enel, Furnas, Petrobras).
Recebeu Menção Honrosa no XXIV e XXV SNPTEE.

(2) DANIEL REIS DUARTE: Consultor da Global Performance Management-GPM na área de Governança Corporativa & Sustentabilidade. Graduado em *Media Studies* pela Universidade Federal Fluminense, graduando em Relações Internacionais pela UFF e especialista em *Business English* pela Dorset College Dublin.