

ESG E SEUS DESAFIOS: A LACUNA ENTRE COMUNICAÇÃO CORPORATIVA E EXPECTATIVAS DE INVESTIDORES SEGUNDO OS FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

ESG AND ITS CHALLENGES: THE GAP BETWEEN CORPORATE COMMUNICATION AND INVESTOR EXPECTATIONS ACCORDING TO CRITICAL SUCCESS FACTORS

MATHEUS GHITTI BAIONE

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - USP

EDSON LUIZ RICCIO

EMERSON ANTONIO MACCARI

UNINOVE – UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO

HELOISA CANDIA HOLLNAGEL

UNIFESP

Comunicação:

O XIII SINGEP foi realizado em conjunto com a 13th Conferência Internacional do CIK (CYRUS Institute of Knowledge), em formato híbrido, com sede presencial na UNINOVE - Universidade Nove de Julho, no Brasil.

ESG E SEUS DESAFIOS: A LACUNA ENTRE COMUNICAÇÃO CORPORATIVA E EXPECTATIVAS DE INVESTIDORES SEGUNDO OS FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

Objetivo do estudo

Investigar quais atributos ESG são mais valorizados por investidores e como se alinham às prioridades de empresas brasileiras do ISE B3, utilizando Fatores Críticos de Sucesso para identificar convergências e lacunas na comunicação corporativa e estratégia.

Relevância/originalidade

O estudo contribui ao evidenciar desalinhamentos entre discurso empresarial e expectativas do mercado, abordando a lacuna comunicacional do ESG no Brasil. A aplicação dos Fatores Críticos de Sucesso oferece abordagem inédita para estruturar e comparar prioridades entre empresas e investidores.

Metodologia/abordagem

Abordagem quali-quantitativa: análise documental dos Formulários de Referência de 15 empresas do ISE B3 e survey com 145 investidores. Utilização de análise temática e estatística descritiva/inferencial para mapear padrões de comunicação e percepção dos atributos ESG.

Principais resultados

Identificou-se assimetria entre comunicação corporativa e relevância atribuída por investidores, especialmente em clima, energia, cibersegurança e governança. Investidores valorizam mais práticas ambientais e sociais do que as empresas reportam. Mulheres demonstram maior sensibilidade aos três pilares, sobretudo ao Social.

Contribuições teóricas/metodológicas

Integra a perspectiva de Fatores Críticos de Sucesso ao estudo do ESG, permitindo análise comparativa estruturada entre prioridades declaradas e percebidas. Avança na compreensão da materialidade e no uso de métricas integradas para alinhar expectativas de stakeholders e empresas.

Contribuições sociais/para a gestão

Oferece subsídios para aprimorar a comunicação e efetividade das práticas ESG, fortalecendo a credibilidade e alinhamento estratégico. Orienta gestores a priorizar temas materiais valorizados por investidores e sociedade, potencializando impacto socioambiental positivo.

Palavras-chave: ESG, Fatores Críticos de Sucesso, Governança, Comunicação Corporativa, Percepção dos Investidores

ESG AND ITS CHALLENGES: THE GAP BETWEEN CORPORATE COMMUNICATION AND INVESTOR EXPECTATIONS ACCORDING TO CRITICAL SUCCESS FACTORS

Study purpose

Investigate which ESG attributes are most valued by investors and how they align with the priorities of Brazilian companies in the ISE B3, using Critical Success Factors to identify convergences and gaps in corporate communication and strategy.

Relevance / originality

The study contributes by highlighting misalignments between corporate discourse and market expectations, addressing the ESG communication gap in Brazil. Applying Critical Success Factors offers a novel approach to structuring and comparing priorities between companies and investors.

Methodology / approach

Qualitative-quantitative approach: documentary analysis of the Reference Forms of 15 ISE B3 companies and a survey with 145 investors. Thematic analysis and descriptive/inferential statistics were used to map patterns of communication and perception of ESG attributes.

Main results

Identified asymmetry between corporate communication and the relevance attributed by investors, especially in climate, energy, cybersecurity, and governance. Investors value environmental and social practices more than companies report. Women show greater sensitivity to all three pillars, especially Social.

Theoretical / methodological contributions

Integrates the Critical Success Factors perspective into ESG studies, enabling a structured comparative analysis between declared and perceived priorities. Advances understanding of materiality and the use of integrated metrics to align stakeholder and corporate expectations.

Social / management contributions

Provides input to improve the communication and effectiveness of ESG practices, strengthening credibility and strategic alignment. Guides managers to prioritize material topics valued by investors and society, enhancing positive socio-environmental impact.

Keywords: ESG, Critical Success Factors, Governance, Corporate Communication, Investor Perception

ESG E SEUS DESAFIOS: A LACUNA ENTRE COMUNICAÇÃO CORPORATIVA E EXPECTATIVAS DE INVESTIDORES SEGUNDO OS FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

1. Introdução

Nas últimas décadas, o debate sobre o papel das empresas no desenvolvimento sustentável intensificou-se, impulsionado por mudanças sociais, pressões regulatórias e expectativas de stakeholders mais conscientes. Nesse contexto, os critérios ESG – Environmental, Social and Governance – tornaram-se referência estratégica para alinhar práticas organizacionais a valores ambientais, sociais e de governança. Introduzido no relatório *Who Cares Wins* (2004), promovido pela ONU e instituições financeiras, o ESG consolidou-se como resposta à demanda por responsabilidade corporativa e transparência. Investidores, reguladores e consumidores passaram a exigir que o desempenho financeiro viesse acompanhado de compromissos claros com sustentabilidade e inclusão social, redefinindo a geração de valor no século XXI.

Práticas ESG podem gerar benefícios como maior acesso a capital, redução de riscos e melhor reputação (Chen et al., 2023; Possebom et al., 2024). Empresas bem avaliadas tendem a ser mais resilientes em crises e a construir relações de longo prazo com stakeholders. Entretanto, autores apontam limitações estruturais, como baixa padronização de dados, risco de *greenwashing*, superficialidade de iniciativas e falta de evidências conclusivas sobre impacto no desempenho financeiro (Berg, Koelbel & Rigobon, 2022; Gillan et al., 2021).

Críticas recentes destacam o recuo de corporações diante de pressões por resultados, disputas ideológicas e custos de adaptação. Paetzold, Busch e Chesney (2022) mostram que, em certos setores, o ESG é visto como custo reputacional ou regulatório, não como vantagem competitiva. Casos incluem desinvestimento em fundos sustentáveis, abandono de metas climáticas e retração de políticas de diversidade. Leary (2023) argumenta que o ESG tornou-se ponto de tensão entre expectativas idealistas e pragmatismo corporativo.

Nesse cenário, o conceito de Fatores Críticos de Sucesso (FCS), formulado por Bullen e Rockart (1981), oferece método para priorizar áreas-chave de desempenho. Aplicados à sustentabilidade, os FCS organizam temas ESG em categorias estratégicas e operacionais, favorecendo análises comparativas e alinhamento com expectativas de mercado (Irianto & Sudarmadji, 2019; Esteves, 2004).

Este estudo investiga: quais atributos do ESG são mais valorizados por investidores e como essa percepção se alinha às prioridades de empresas brasileiras com reconhecido desempenho em sustentabilidade? A metodologia combina pesquisa documental com empresas do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 e *survey* com investidores para captar percepções sobre atributos mais relevantes no processo decisório.

A proposta busca compreender como empresas comunicam suas práticas e quais dimensões do ESG são prioritárias para públicos estratégicos, contribuindo para políticas corporativas mais coerentes e para a agenda de governança, responsabilidade socioambiental e gestão orientada por FCS.

2. Referencial Teórico

A crescente relevância das práticas de sustentabilidade no contexto empresarial impulsionou o surgimento de novos referenciais conceituais que buscam integrar preocupações ambientais, sociais e de governança à lógica estratégica das organizações. Nesse cenário, o modelo ESG (Environmental, Social and Governance) emergiu como uma das principais ferramentas de análise e orientação tanto para empresas quanto para investidores, sendo

amplamente adotado em escala global como um padrão de desempenho responsável e compromisso com o desenvolvimento sustentável.

Contudo, à medida que o ESG se consolidou como uma linguagem comum no campo da gestão corporativa e das finanças sustentáveis, também se intensificaram os debates em torno de sua efetividade, consistência metodológica e capacidade de gerar mudanças estruturais. A adoção dos critérios ESG tem sido acompanhada por avanços relevantes, mas também por críticas sobre sua implementação superficial, sobreposição de discursos e limitações nos mecanismos de avaliação.

Para sustentar a análise proposta neste estudo, este capítulo estrutura-se em três grandes eixos teóricos. O primeiro deles (2.1) apresenta os fundamentos do ESG como estratégia de sustentabilidade corporativa, discutindo sua evolução histórica, sua estrutura conceitual e seu potencial de criação de valor de longo prazo. Em seguida, o segundo eixo (2.2) problematiza a percepção dos stakeholders, especialmente investidores institucionais, sobre a adoção dos critérios ESG, explorando os desafios de sua integração nos processos decisórios e os riscos associados à fragmentação de métricas, ao *greenwashing* - quando organizações comunicam ações sustentáveis sem implementá-las de fato e à ausência de padronização regulatória. Por fim, o terceiro eixo (2.3) discute as críticas mais recorrentes ao modelo ESG, com destaque para suas limitações metodológicas e para o descompasso frequente entre o discurso e a prática.

Ao articular essas dimensões, o referencial teórico fornece os elementos necessários para compreender a complexidade e as ambivalências que permeiam a agenda ESG no ambiente corporativo contemporâneo. Essa base conceitual sustenta, portanto, a análise crítica da distância entre os compromissos públicos assumidos pelas empresas e a efetividade de sua aplicação prática.

2.1. ESG como Estratégia de Sustentabilidade Corporativa

O conceito de ESG (Environmental, Social and Governance) surgiu como resposta à demanda por práticas empresariais mais responsáveis e sustentáveis, consolidando-se como linguagem global das finanças sustentáveis a partir do relatório *Who Cares Wins* (ONU, 2004), que estabeleceu bases para integrar fatores ambientais, sociais e de governança à análise de risco e decisão de investimento. Desde então, tornou-se eixo estratégico da sustentabilidade corporativa, adotado para gerar valor de longo prazo, reduzir riscos, aumentar competitividade e fortalecer reputação.

As três dimensões do ESG são complementares, mas frequentemente desbalanceadas. O pilar ambiental envolve emissões de gases de efeito estufa, eficiência energética, economia circular, mudanças climáticas e biodiversidade. O social inclui direitos humanos, relações de trabalho justas, diversidade, inclusão e impacto comunitário. A governança abrange composição do conselho, independência de auditores, ética, políticas anticorrupção e transparência.

Estudos mostram correlação positiva entre desempenho ESG e performance financeira ajustada ao risco, especialmente em setores de alta exposição regulatória ou ambiental. Empresas que incorporam genuinamente esses fatores tendem a ser mais resilientes, ter melhor acesso a capital e maior engajamento de stakeholders.

Entretanto, sua consolidação enfrenta desafios, como a dificuldade de medir indicadores ESG de forma padronizada e confiável, dada a fragmentação metodológica e a inconsistência entre agências de rating, o que compromete comparabilidade e favorece o *greenwashing*. Soma-se o dilema entre atender às demandas de sustentabilidade e manter a competitividade de curto prazo, o que leva, em alguns casos, a abordagens superficiais.

O sucesso do ESG como estratégia depende de pressão regulatória, maturidade institucional, mecanismos de *accountability* e engajamento autêntico. Sua integração efetiva exige mudança cultural e revisão dos modelos de valor, indo além do lucro imediato.

2.2. A Percepção dos Stakeholders e os Desafios do ESG no Processo de Tomada de Decisão

A percepção dos stakeholders — especialmente investidores — influencia cada vez mais a forma como empresas priorizam e implementam práticas ESG. A Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984; Mitchell, Agle & Wood, 1997) explica como grupos exercem pressão por desempenho responsável, moldando expectativas de legitimidade e valor sustentável. Conceitos de legitimidade organizacional (Suchman, 1995) e de sinalização (Spence, 1973; Connelly et al., 2011) mostram que práticas ESG podem atrair capital, reduzir assimetrias de informação e mitigar riscos reputacionais, por meio de certificações, relatórios integrados e compromissos públicos.

Apesar do discurso consolidado, a integração efetiva do ESG nas decisões de investimento é limitada. O princípio da materialidade busca identificar fatores ESG relevantes para criação de valor (Eccles & Krzus, 2018; Khan, Serafeim & Yoon, 2016), mas a heterogeneidade de dados e incerteza sobre indicadores-chave geram ruído analítico (Christensen, Serafeim & Sikochi, 2022). A falta de padronização regulatória internacional, mesmo com avanços de SASB, TCFD e ISSB, mantém critérios divergentes e prejudica a comparabilidade (Leins, Mayer & Virgoe, 2021).

O papel do ESG como preditor de desempenho financeiro é controverso: metanálises apontam correlações positivas (Friede, Busch & Bassen, 2015), mas estudos recentes destacam vieses metodológicos e fatores externos (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022). Embora investidores reconheçam riscos sociais e ambientais, sobretudo climáticos, sua aplicação prática ainda é incipiente (Krueger, Sautner & Starks, 2020).

2.3. Limitações do Modelo ESG

A ampliação do ESG como paradigma de governança corporativa e decisão de investimento não impediu o surgimento de críticas quanto à sua efetividade, consistência metodológica e legitimidade normativa. Um dos principais problemas identificados pela literatura diz respeito à divergência entre agências de rating ESG, que resulta em avaliações discrepantes de uma mesma empresa (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022). Essas diferenças decorrem de metodologias variadas, pesos assimétricos entre os pilares e níveis distintos de transparência nas fontes de dados utilizadas.

Além disso, a evidência empírica sobre a relação entre ESG e desempenho financeiro ainda é inconclusiva. Gillan, Koch e Starks (2021) destacam que os resultados variam conforme o setor de atividade, a geografia, o período de análise e o tipo de métrica utilizada. Embora alguns estudos identifiquem retornos positivos no longo prazo, outros sugerem que tais benefícios podem ser parcialmente explicados por vieses de seleção ou fatores externos não controlados.

A fragilidade da implementação do ESG também se revela na prática do greenwashing, onde empresas constroem uma imagem de responsabilidade socioambiental que não condiz com suas operações reais. Paetzold, Busch e Chesney (2022) argumentam que, diante de pressões regulatórias e de mercado, algumas organizações passaram a tratar o ESG como um custo reputacional a ser gerenciado, e não como um valor a ser internalizado. Essa postura tem

levado ao recuo de metas ambientais e sociais em diferentes setores, evidenciando a fragilidade do compromisso institucional.

O'Leary (2023) interpreta o ESG como um campo de disputa simbólica entre idealismo corporativo e pragmatismo financeiro. Esse embate tem provocado tensões internas nas estratégias de sustentabilidade das empresas, especialmente em países onde há crescente resistência política e ideológica ao tema. Em algumas corporações, compromissos ESG foram abandonados ou reconfigurados após críticas de acionistas conservadores e conflitos com metas de curto prazo.

Diante dessas limitações, há uma crescente pressão internacional por regulação mais clara e consistente, capaz de padronizar as divulgações e fortalecer os mecanismos de verificação. Iniciativas a Global Reporting Initiative (GRI) têm buscado suprir essa lacuna, propondo critérios unificados de mensuração e comunicação dos resultados ESG (Christensen, Hail & Leuz, 2021).

Essas críticas reforçam que, embora o ESG tenha um papel potencialmente transformador, seu impacto depende da qualidade dos dados, da integridade dos processos e da coerência entre discurso e prática. A credibilidade do modelo, portanto, está diretamente vinculada à sua capacidade de resistir à instrumentalização e alinhar-se a uma agenda genuinamente orientada ao desenvolvimento sustentável.

2.4. Fatores Críticos de Sucesso (FCS)

O conceito de **Fatores Críticos de Sucesso (FCS)** foi originalmente desenvolvido por Bullen e Rockart (1981) no contexto da gestão estratégica e da tecnologia da informação, referindo-se aos elementos essenciais que uma organização deve dominar para alcançar seus objetivos. Os FCS funcionam como uma lente prática e analítica para compreender onde concentrar esforços e recursos, especialmente em ambientes organizacionais complexos e com múltiplos stakeholders.

De acordo com Rockart (1979), os FCS são “as áreas limitadas de desempenho que são essenciais para que uma organização alcance seus objetivos e mantenha sua vantagem competitiva”. Esses fatores não são universais, mas específicos ao setor, ao contexto competitivo e aos objetivos estratégicos de cada organização (Esteves, 2004).

No campo da **sustentabilidade corporativa e do ESG**, o uso dos FCS permite reorganizar os inúmeros temas ambientais, sociais e de governança em categorias mais gerenciáveis e estratégicas. Aplicar esse enfoque à análise ESG permite não apenas identificar quais são os temas mais materialmente relevantes, mas também compreender quais aspectos devem ser priorizados pelas empresas para gerar valor real aos investidores e à sociedade.

Autores como Irianto e Sudarmadji (2019) defendem que os FCS aplicados à governança e sustentabilidade podem atuar como facilitadores para alavancar desempenho financeiro, reputacional e operacional. Por exemplo, temas como “Ética e Integridade”, “mudanças climáticas” ou “relacionamento com comunidades” deixam de ser apenas elementos do discurso institucional e passam a integrar as prioridades estruturais da organização quando reconhecidos como críticos para o sucesso.

No presente estudo, os FCS foram utilizados como base para agrupar os indicadores materiais ESG em cinco **grupos temáticos estratégicos**: (1) Mudança do Clima, Água e Energia; (2) Pessoas e Comunidades; (3) Clientes, Operações e Cadeia de Fornecedores; (4) Ética, Governança e Compliance; e (5) Inovação, Tecnologia e Cibersegurança. Tal abordagem proporcionou maior clareza na análise da convergência (ou assimetria) entre o que as empresas comunicam como prioritário e o que os investidores de fato valorizam.

Como destaca Bieker (2003), a efetividade das estratégias de sustentabilidade depende da capacidade de alinhamento entre os fatores críticos internos e as expectativas externas –

especialmente quando estas vêm de agentes financeiros e investidores institucionais. Nesse sentido, a utilização dos FCS contribui para uma análise mais estruturada, comparável e acionável da comunicação ESG.

3. Metodologia

Este estudo adota uma abordagem metodológica de natureza qualitativa-quantitativa, estruturada em duas etapas complementares e interdependentes. A primeira etapa consiste em uma análise documental sistemática dos formulários de referência das empresas integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Essa fase tem como objetivo mapear os temas materiais mais frequentemente divulgados pelas empresas nos pilares ambiental (E), social (S) e de governança (G), a fim de identificar padrões de reporte e sinalização associados ao compromisso corporativo com a agenda ESG.

A segunda etapa compreende a aplicação de um *survey* junto a investidores, com o propósito de captar suas percepções quanto à relevância dos temas ESG no processo de tomada de decisão financeira. Busca-se compreender em que medida os critérios ESG influenciam o julgamento dos investidores, considerando o crescente papel dessas informações na avaliação de riscos, na definição de estratégias e na alocação de capital. Ao integrar as duas etapas, a pesquisa procura explorar o alinhamento (ou descompasso) entre os temas divulgados pelas empresas e as expectativas do mercado investidor, contribuindo para o debate sobre a efetividade da comunicação ESG e sua capacidade de sustentar decisões informadas e responsáveis.

3.1. Análise Documental

A primeira etapa da investigação foi conduzida por meio de uma análise documental qualitativa, utilizando como fontes os formulários de referência públicos das empresas componentes do ISE-B3, obtidos nos portais da Comissão de Valores Mobiliários CVM (2024; 2025) e da própria B3. Segundo Cellard (2008) e Gil (2008), a análise documental constitui um método apropriado para a extração de informações já registradas em documentos institucionais, relatórios oficiais e declarações públicas, permitindo uma leitura aprofundada de conteúdos normativos e simbólicos.

Apesar de seguirem diretrizes da CVM, os formulários analisados oferecem margens de personalização que permitem às empresas destacarem elementos considerados estratégicos, conferindo aos documentos um caráter interpretativo. Assim, a análise desses materiais revela o conteúdo objetivo das práticas relatadas e a intencionalidade comunicacional subjacente às escolhas discursivas feitas pelas organizações em relação ao ESG. Essa análise foi orientada pelos princípios da análise de conteúdo, conforme Bardin (2011), priorizando a categorização de unidades de sentido e a identificação de padrões recorrentes. Em complemento, foi adotada a abordagem de análise temática, conforme Braun e Clarke (2006), para estruturar os temas centrais emergentes nos relatos organizacionais.

As dimensões investigadas incluíram: (a) A presença, ênfase e frequência dos temas materiais ESG; (b) O nível de detalhamento, coerência interna e consistência estratégica das informações; (c) A identificação de desbalanceamentos entre os pilares (ex.: forte destaque à governança em detrimento de aspectos sociais ou ambientais); (d) A articulação entre os temas reportados e a narrativa estratégica institucional.

Essa etapa fornece uma base interpretativa sobre como as empresas comunicam seus compromissos com sustentabilidade e responsabilidade corporativa, evidenciando tanto avanços quanto limitações na incorporação efetiva dos princípios ESG à sua governança.

3.2. Análise da Percepção dos Stakeholders/Investidores

Complementando a etapa de análise documental, a segunda fase da pesquisa adotou uma abordagem mista, com a aplicação de uma survey direcionada a investidores com interesse declarado em finanças sustentáveis. O objetivo central desta etapa foi compreender em que medida os critérios ESG — previamente mapeados nos documentos corporativos — são efetivamente levados em consideração pelos investidores na tomada de decisão financeira, bem como avaliar o grau de alinhamento entre as prioridades comunicadas pelas empresas e as expectativas do mercado investidor.

A pesquisa buscou investigar como os temas ESG são percebidos, hierarquizados e incorporados pelos respondentes em suas estratégias de avaliação de risco, retorno e impacto socioambiental. Mais do que mensurar a relevância atribuída a cada pilar (ambiental, social e de governança), a survey procurou revelar se esses critérios exercem influência prática nas decisões de alocação de capital, e se os investidores os utilizam como sinalizadores de boa gestão, resiliência e valor de longo prazo — conforme argumenta a literatura (Eccles, Serafeim & Ioannou, 2014; Khan, Serafeim & Yoon, 2016).

A construção do instrumento de coleta seguiu as diretrizes metodológicas de Dillman, Smyth e Christian (2014), com foco na validade de conteúdo e clareza na formulação. O questionário foi estruturado em quatro blocos: o primeiro abordou o perfil sociodemográfico e profissional dos respondentes, enquanto os demais trataram dos pilares ESG. Nesses blocos temáticos, os participantes atribuíram, por meio de escala Likert de sete pontos (1 = nada relevante; 7 = extremamente relevante), o grau de importância de diferentes atributos ligados a cada dimensão. Também foram inseridas perguntas abertas opcionais, visando captar nuances interpretativas e permitir análise qualitativa complementar.

O instrumento foi adaptado com base no estudo de Sultana, Zainal e Zulkifli (2017), e submetido a pré-teste com grupo piloto, assegurando clareza e navegabilidade. A coleta ocorreu entre 15 de fevereiro e 21 de março de 2024, via Google Forms, por amostragem não probabilística por conveniência. Os convites foram enviados por WhatsApp, direcionados a indivíduos com experiência no mercado financeiro e envolvimento declarado ou potencial com investimentos sustentáveis — conforme recomenda Creswell e Creswell (2017) para estudos exploratórios com amostras intencionais.

Ao término da coleta, foram obtidas 145 respostas válidas, com taxa de retorno aproximada de 48%. De acordo com a Resolução nº 510/2016 do Conselho Nacional de Saúde (2016), a pesquisa não exigiu submissão a comitê de ética, por não envolver dados sensíveis ou identificação de participantes.

A análise dos dados combinou estatística descritiva e inferencial (Field, 2013) com análise de conteúdo das respostas abertas, segundo Bardin (2011). Essa abordagem integrada permitiu identificar padrões de percepção, tensões entre os pilares ESG e a importância relativa atribuída a cada dimensão pelos investidores. Além disso, possibilitou examinar como os critérios ESG são operacionalizados ou relativizados no momento da decisão de investimento.

4. Análise dos Resultados

Esta seção apresenta e interpreta os resultados empíricos obtidos por meio da pesquisa realizada com investidores e da análise documental dos Formulários de Referência das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). A investigação buscou identificar o grau de convergência entre os temas ESG comunicados pelas empresas e aqueles percebidos como prioritários pelos investidores, com base nos três pilares – Ambiental, Social e Governança.

A análise dos dados foi orientada por uma abordagem comparativa e estruturada a partir da lógica dos Fatores Críticos de Sucesso (Bullen & Rockart, 1981), possibilitando a categorização dos indicadores materiais em macrogrupos temáticos. Esta categorização permitiu mensurar assimetrias, destacar padrões e revelar lacunas na comunicação corporativa, além de capturar nuances relevantes do perfil e da percepção dos investidores.

4.1. Perfil ESG das Empresas Selecionadas no ISE B3.

A primeira etapa empírica da pesquisa consistiu na análise documental dos Formulários de Referência de quinze empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE B3), selecionadas com base em sua pontuação na carteira teórica de novembro de 2023. A escolha das empresas mais bem avaliadas pelo ISE B3 justifica-se pelo pressuposto de que estas possuem maior alinhamento estratégico com os princípios de sustentabilidade empresarial e maior maturidade na integração dos fatores ESG à sua governança corporativa.

O ISE B3, criado em 2005, foi o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina e o quarto do mundo. Sua proposta é aferir o desempenho médio das ações de empresas com alto grau de comprometimento com práticas ambientais, sociais e de governança, tendo como base critérios técnicos e rigorosa avaliação metodológica conduzida por especialistas da B3. A análise documental concentrou-se nas seções dos Formulários de Referência que tratam da materialidade e da governança corporativa. As 15 empresas selecionadas representam diferentes setores econômicos, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Empresas com maior pontuação no ISE B3 (novembro/2023)

Código	Empresa	Setor Econômico
BRFS3	BRF	Consumo Não Cíclico
VIVT3	Telefônica Brasil	Comunicação
TIMS3	TIM Brasil	Comunicação
ITUB4	Itaú Unibanco	Financeiro
SANB11	Banco Santander	Financeiro
BBDC4	Banco Bradesco	Financeiro
ELET3	Eletrobras	Utilidade Pública
KLBN11	Klabin	Materiais Básico
BBAS3	Banco do Brasil	Financeiro
SUZB3	Suzano	Materiais Básicos
CPLE6	Copel	Utilidade Pública
VBBR3	Vibra	Petróleo e Gás
LREN3	Lojas Renner	Consumo Cíclico

Código	Empresa	Setor Econômico
ITSA4	Itausa	Financeiro
EGIE3	Engie Brasil	Utilidade Pública

Fonte: Boletim Mensal ISE B3 – 11/2023.

Na tabela acima, observamos que a seleção das empresas com melhor desempenho no ISE B3 baseou-se na premissa de que essas organizações apresentam maior grau de maturidade e comprometimento estratégico com os princípios ESG. A análise de seus Formulários de Referência visou, portanto, identificar os temas mais recorrentes e os pilares mais destacados nas narrativas corporativas sobre sustentabilidade, permitindo inferir quais dimensões do ESG têm sido priorizadas na comunicação institucional e na gestão empresarial.

4.2. Indicadores Materiais ESG: Panorama Comparativo

A extração dos indicadores materiais ESG foi realizada a partir das declarações voluntárias contidas nos Formulários de Referência das 15 empresas selecionadas. Houve significativa variação na quantidade de indicadores declarados: a Klabin reportou 22 temas considerados materiais, enquanto o Santander indicou apenas seis.

Essa disparidade revela um cenário de baixa padronização nos processos de reporte ESG. A atual regulamentação da CVM permite ampla margem de discricionariedade metodológica, possibilitando que cada empresa defina livremente os temas materiais, sua quantidade e o grau de detalhamento na apresentação. Embora tal flexibilidade se justifique pelo princípio da materialidade, ela também fragiliza a comparabilidade entre empresas e pode comprometer a efetividade das análises de risco e desempenho socioambiental feitas por stakeholders/investidores.

Com o objetivo de sistematizar os temas e identificar padrões de ênfase, os indicadores foram classificados em cinco macrogrupos, adaptados a partir da metodologia de fatores críticos de sucesso de Bullen e Rockart (1981): (1) Pessoas e Comunidades (*Social*): inclui temas como diversidade, inclusão, relações de trabalho, impacto comunitário e saúde ocupacional; (2) Mudança do Clima, Água e Energia (*Ambiental*): envolve emissões, gestão hídrica, uso energético e transição climática; (3) Clientes, Operações e Cadeia de Fornecimento (*Social*): abrange responsabilidade com o consumidor, rastreabilidade, riscos operacionais e logística sustentável; (4) Inovação, Tecnologia e Cibersegurança (*Governança*): engloba proteção de dados, investimentos em inovação e segurança digital; (5) Ética, Integridade, Governança e Compliance (*Governança*): inclui práticas anticorrupção, códigos de conduta, auditorias e transparência.

Essa categorização permitiu compreender a quantidade e a natureza das prioridades assumidas no âmbito de cada empresa em sua comunicação institucional sobre ESG. Os resultados apontam uma concentração significativa de indicadores nos macrogrupos ligados ao Social e Ambiental, o que reforça a percepção de que esses pilares continuam sendo os mais enfatizados no discurso oficial das corporações.

4.3. Perfil dos Investidores e Percepções sobre ESG

A Tabela 2 apresenta um panorama consolidado do perfil sociodemográfico e profissional dos 145 investidores que compuseram a amostra desta pesquisa. Os dados foram organizados de forma a evidenciar a diversidade dos respondentes em termos de gênero, faixa etária, escolaridade e experiência no mercado, elementos relevantes para a interpretação das percepções sobre os pilares ESG. Essa caracterização permite compreender com maior

profundidade os condicionantes individuais que influenciam a sensibilidade dos investidores aos temas ambientais, sociais e de governança, conforme discutido nas seções seguintes.

Tabela 2 - Perfil dos Respondentes da Pesquisa

		Quantidade	Percentual
Gênero	Masculino	91	63%
	Feminino	54	37%
Faixa Etária	Menor ou igual a 20 anos	4	3%
	De 21 anos até 30 anos	51	35%
	De 31 anos até 40 anos	31	21%
	De 41 anos até 50 anos	24	17%
	Acima de 50 anos	35	24%
Formação Acadêmica	Ensino Médio Incompleto	1	1%
	Ensino Médio Completo	22	15%
	Ensino Superior Completo	55	38%
	MBA/Especialização	39	27%
	Mestrado	24	17%
	Doutorado	4	3%
Experiência Profissional	Menor que 5 anos	25	17%
	De 5 anos até 10 anos	37	26%
	Maior que 10 anos	83	57%
Experiência com Investimentos Financeiros	Menor que 5 anos	85	59%
	De 5 anos até 10 anos	34	23%
	Maior que 10 anos	26	18%
Tipo de Investidor	Investidor de recursos de terceiros (investidor institucional)	11	8%
	Investidor de recursos próprios	134	92%

Fonte: Elaborado pelos autores

Em termos de gênero, observa-se predominância masculina (63%), embora a participação feminina (37%) seja relevante e enriquecedora, especialmente considerando que diferentes percepções de risco e valor são observadas entre os gêneros no contexto ESG. Já no que diz respeito à faixa etária, destaca-se a expressiva participação de indivíduos entre 21 e 40 anos (56%), o que revela o engajamento de gerações familiarizadas com tecnologias digitais e mais propensas a adotar critérios socioambientais em suas decisões de investimento. A presença de respondentes com mais de 50 anos (24%) amplia a riqueza da amostra, ao incorporar percepções com maior experiência acumulada.

A formação acadêmica é elevada: 85% dos respondentes possuem graduação ou titulação superior, com destaque para os 27% com MBA ou especialização e os 20% com mestrado ou doutorado. Esse dado sustenta a robustez analítica da amostra e justifica a credibilidade das respostas coletadas.

A experiência profissional é majoritariamente superior a 10 anos (57%), o que denota maturidade no ambiente corporativo e capacidade crítica para avaliar estratégias ESG. Por outro lado, 59% dos respondentes têm menos de cinco anos de experiência com investimentos financeiros, o que pode indicar o surgimento de um novo perfil de investidor – mais sensível a valores simbólicos, reputacionais e à comunicação institucional das empresas, conforme apontado por Shafique et al. (2024).

Notadamente, 92% da amostra é composta por investidores de recursos próprios. Essa predominância reforça a natureza ética e subjetiva das decisões de investimento, muitas vezes ancoradas em convicções pessoais, e não apenas em diretrizes institucionais. Esse cenário é coerente com a ascensão do investidor individual como ator crítico e protagonista no ecossistema ESG, como defendem Bosch e Schmitz-Kießler (2020).

4.3.1 Diferença de Percepção sobre ESG entre Homens e Mulheres

Embora a amostra tenha uma predominância masculina (63%), a participação feminina (37%) é suficiente para permitir comparações estatísticas relevantes. A análise das médias por pilar ESG evidencia que as mulheres atribuem consistentemente maior importância a todos os pilares — Ambiental, Social e de Governança — em relação aos homens:

Tabela 3 – Diferença de Percepção sobre ESG

Pilar ESG	Masculino	Feminino	Diferença
Ambiental (E)	5,61	6,37	+0,76
Social (S)	5,70	6,39	+0,69
Governança (G)	5,86	6,22	+0,36

Fonte: Elaborado pelos autores

Essas diferenças são particularmente marcantes nos pilares Ambiental e Social, o que sugere maior engajamento ético-sustentável e preocupação com impacto socioambiental entre o público feminino. Esse achado está alinhado com estudos como os de *Barber e Odean (2001)*, que demonstram que mulheres tendem a apresentar maior aversão ao risco e considerar mais variáveis não financeiras em suas decisões econômicas. No contexto ESG, essa sensibilidade pode se traduzir em maior valorização de atributos ligados a propósito, inclusão, justiça social e meio ambiente.

Do ponto de vista da Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984), a presença de diferentes visões no processo decisório – incluindo a diversidade de gênero – contribui para uma compreensão mais ampla e sistêmica das responsabilidades corporativas. A maior média feminina nos três pilares pode indicar uma internalização mais profunda dos princípios ESG, com potencial para influenciar padrões de investimento mais exigentes e críticos. Isso reforça o papel da pluralidade como ativo estratégico na formação de um mercado financeiro mais ético, transparente e sustentável.

Apesar das disparidades de gênero, o pilar Governança obteve a maior média geral (5,99), indicando que investidores, independentemente de gênero, reconhecem seu valor como fundamento da solidez institucional e da credibilidade corporativa. Isso é coerente com a literatura que destaca a governança como pré-requisito para a efetividade dos compromissos ESG (Gillan et al., 2021; Eccles & Krzus, 2018). Curiosamente, entre os homens, a governança também é o pilar mais valorizado, enquanto entre as mulheres o destaque recai sobre o pilar Social, sugerindo distinções quanto ao foco de preocupação.

O valor de Cohen's $d = 0,40$ entre as médias masculinas e femininas representa um efeito moderado, indicando que as diferenças observadas não são triviais. Em estudos sociais e de comportamento, um d entre 0,3 e 0,5 sugere variações consistentes e relevantes do ponto de vista prático e interpretativo.

4.4. Grupos Temáticos: Convergência entre Empresas e Investidores

A análise documental dos Formulários de Referência das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) possibilitou a categorização dos indicadores materiais ESG em cinco grandes grupos temáticos, organizados a partir da lógica dos *Fatores Críticos de Sucesso* (Bullen & Rockart, 1981). Essa estruturação favoreceu uma leitura comparativa entre os temas priorizados pelas empresas e as dimensões mais valorizadas pelos investidores.

Os grupos foram reagrupados com base em sua afinidade com os pilares ESG, e apresentados na seguinte ordem: Ambiental, Social e Governança. Grupos temáticos analisados: (1) Mudança do Clima, Água e Energia (Ambiental): Inclui indicadores relacionados à transição energética, emissões de carbono, uso de recursos naturais, eficiência hídrica e energética, e mitigação de riscos climáticos; (2) Pessoas e Comunidades (Social): Envolve diversidade, equidade e inclusão (DEI), direitos humanos, saúde e segurança no trabalho, e relações com comunidades locais; (3) Clientes, Operações e Cadeia de Fornecedores (Social) Contempla qualidade e segurança de produtos, práticas sustentáveis na cadeia de valor, responsabilidade sobre clientes e inovação no atendimento; (4) Ética, Governança e Compliance (Governança): Reúne temas como combate à corrupção, independência dos conselhos, prestação de contas, transparência e políticas de integridade; (5) Inovação, Tecnologia e Cibersegurança (Governança): Abrange temas estratégicos ligados à digitalização, segurança da informação, inteligência de dados e governança tecnológica.

A organização dos temas em macrogrupos temáticos visou otimizar a análise de convergência entre o que as empresas comunicam como prioritário e o que os investidores percebem como material para a tomada de decisão. Essa abordagem está alinhada com os estudos de Khan, Serafeim e Yoon (2016), que destacam a importância da materialidade setorial como elo entre performance ESG e desempenho financeiro.

4.4.1 Pilar Ambiental: “Mudança do Clima, Água e Energia”

O pilar Ambiental revela uma das discrepâncias mais significativas entre o que é comunicado pelas empresas e o que é efetivamente valorizado pelos investidores. O grupo temático “Mudança do Clima, Água e Energia” foi um dos mais bem avaliados pelos respondentes da pesquisa, sinalizando que os investidores enxergam essas dimensões como centrais para a sustentabilidade de longo prazo e a resiliência corporativa. No entanto, a análise documental dos formulários de referência evidencia que as empresas ainda conferem ênfase insuficiente a esses temas em sua comunicação formal.

Esse desalinhamento sugere que, para muitas companhias, as questões climáticas e ambientais permanecem tratadas de forma reativa ou periférica, frequentemente atreladas a obrigações regulatórias ou estratégias de imagem, e não como elementos estruturantes de seus modelos de negócio. Tal abordagem limitada compromete a transparência e dificulta que os investidores avaliem riscos materiais relacionados ao meio ambiente — como eventos climáticos extremos, escassez hídrica ou dependência de fontes energéticas não renováveis.

De acordo com Khan, Serafeim e Yoon (2016), os fatores ambientais considerados materialmente relevantes estão diretamente associados ao desempenho financeiro futuro das empresas. Ou seja, organizações que internalizam essas variáveis em suas práticas de gestão tendem a apresentar melhor performance de mercado e menor exposição a riscos. A ausência

ou superficialidade de tais informações nos relatórios corporativos, portanto, reduz sua utilidade como instrumentos de análise para decisões de investimento fundamentadas em critérios ESG.

Além disso, autores como Eccles e Klimenko (2019) alertam que a lacuna entre o discurso e a prática ambiental fragiliza o papel dos relatórios ESG como ferramenta estratégica. Quando as empresas não integram consistentemente os fatores ambientais à sua governança e às suas métricas de desempenho, correm o risco de serem vistas como praticantes de “greenwashing”, gerando desconfiança entre stakeholders atentos à autenticidade dos compromissos socioambientais.

Nesse contexto, o gráfico de radar evidencia uma oportunidade de avanço na maturidade das estratégias ambientais corporativas. A crescente valorização do tema por parte dos investidores, especialmente os mais jovens e engajados com questões climáticas, pressiona as organizações a repensarem seu posicionamento e a fornecerem dados mais robustos, transparentes e comparáveis sobre seus impactos ambientais e esforços de mitigação e adaptação.

4.4.2 Pilar Social: “Pessoas e Comunidades” e “Clientes, Operações e Fornecedores”

No pilar Social, observa-se novamente um descompasso relevante entre a comunicação empresarial e a percepção dos investidores. Embora o grupo temático “Pessoas e Comunidades” tenha sido o mais pontuado pelas empresas na análise documental, os dados revelam que essa ênfase ainda não atende plenamente às expectativas dos investidores.

Esse distanciamento evidencia um desalinhamento entre discurso institucional e sensibilidade social crescente, especialmente entre públicos mais escolarizados e conscientes quanto ao papel das organizações na promoção do bem-estar coletivo. Para Freeman (1984), a Teoria dos Stakeholders reforça a premissa de que empresas devem atuar considerando o impacto de suas decisões sobre todos os públicos envolvidos — comunidades, trabalhadores, fornecedores e clientes.

Contudo, as ações sociais das empresas, muitas vezes limitadas a iniciativas pontuais de responsabilidade corporativa, carecem de profundidade estratégica e de indicadores que permitam aferir seu real impacto. A ausência de dados comparáveis, metas verificáveis e transparência sobre o engajamento com comunidades e relações de trabalho sustentáveis enfraquece a capacidade analítica dos investidores e compromete a credibilidade das ações reportadas.

Ademais, o grupo “Clientes, Operações e Fornecedores” também apresentam uma diferença significativa entre a importância percebida pelos investidores e o espaço que recebe nos relatórios das empresas. Este aspecto é essencial na construção de cadeias produtivas éticas, na defesa dos direitos do consumidor e na prevenção de riscos reputacionais. No entanto, permanece sub-representado na maior parte das comunicações institucionais, indicando limitações estruturais na forma como os critérios sociais são operacionalizados.

4.4.3 Pilar de Governança: “Ética, Governança e Compliance” e “Inovação, Tecnologia e Cibersegurança”

Diferentemente do que se observa na retórica tradicional sobre ESG, os dados do gráfico de radar revelam que, no pilar Governança, as empresas comunicam muito pouco sobre os temas “Ética, Governança e Compliance” e “Inovação, Tecnologia e Cibersegurança”, em contraste com o elevado grau de importância que os investidores atribuem a esses assuntos.

Esse resultado surpreende, pois contraria a expectativa de que a governança corporativa, por seu caráter normativo e institucionalizado, seria um dos pilares mais detalhados nos

formulários de referência. O grupo “Inovação e Cibersegurança”, em particular, é um dos menos abordados pelas empresas, apesar de sua crescente centralidade diante de um cenário de riscos digitais, ataques cibernéticos e transformações tecnológicas aceleradas. Já o grupo “Ética, Governança e Compliance”, embora mais mencionado, também permanece aquém das expectativas dos investidores, que veem esses temas como fundamentais para a credibilidade, longevidade e resiliência corporativa.

Essa disparidade aponta para uma lacuna crítica na comunicação organizacional e levanta preocupações sobre a efetividade e autenticidade das estratégias ESG. Como defendem Gillan et al. (2021), boas práticas de governança são a base sobre a qual se sustenta a execução coerente dos pilares Ambiental e Social. Quando negligenciadas ou tratadas superficialmente, comprometem a confiança dos stakeholders e limitam a capacidade da empresa de responder adequadamente às crescentes exigências do mercado.

Além disso, a baixa ênfase nos aspectos de inovação e segurança digital pode indicar uma visão ainda conservadora ou reativa da governança, mais voltada ao cumprimento formal de regras do que à antecipação de riscos e à geração de valor sustentável. Essa postura contraria as diretrizes de uma governança estratégica e dinâmica, como propõem Eccles e Krzus (2018), e afasta a empresa de uma atuação compatível com os desafios da Indústria 5.0.

Segundo Amel-Zadeh e Serafeim (2018), a ineficácia da governança também pode se manifestar por meio da omissão, e não apenas pela retórica exagerada. Nesse sentido, a subcomunicação observada no gráfico pode ser interpretada como um tipo silencioso de greenwashing, em que as empresas não explicitam suas fragilidades, mas também não oferecem evidências concretas de avanços, deixando os investidores sem parâmetros confiáveis para tomada de decisão.

Em resumo, os resultados evidenciam que, no pilar de Governança, há uma desconexão significativa entre o que as empresas comunicam e o que os investidores consideram prioritário. Superar essa assimetria requer mais do que aderência formal: é necessário que a governança atue como vetor de integridade, inovação e confiança — pilares essenciais de um mercado financeiro orientado por impacto e propósito.

5. Conclusão e Limitações do Estudo

Os resultados desta pesquisa evidenciam limitações estruturais no uso do ESG como critério de análise de risco e geração de valor em empresas brasileiras do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). A categorização dos temas materiais e a comparação com a visão dos investidores revelam uma assimetria persistente entre o que é comunicado e o que é efetivamente valorizado nos pilares Ambiental, Social e Governança.

No Ambiental, há subcomunicação sobre mudanças climáticas, transição energética e uso de recursos naturais, sugerindo posição periférica na estratégia corporativa e dificultando a avaliação de riscos.

No Social, embora se destaque diversidade e saúde ocupacional, faltam profundidade, métricas e impacto mensurável. Investidores demandam abordagens mais concretas e integradas.

Na Governança, temas como cibersegurança, inovação e integridade institucional foram pouco tratados, apesar da prioridade dada pelos investidores, indicando falha na leitura de riscos emergentes. Esses desalinhamentos limitam o ESG como ferramenta de decisão e reforçam a percepção de uso mais reputacional que estratégico.

A análise de gênero mostrou maior sensibilidade das mulheres a todos os pilares, especialmente ao Social, evidenciando a importância da diversidade nos espaços de decisão e reforçando políticas inclusivas em conselhos e comitês.

Em síntese, o ESG mantém relevância conceitual, mas carece de efetividade prática, com descompasso entre discurso e expectativa de mercado. A crítica recai sobre a aplicação superficial, afastando relatórios de seu propósito original. Superar as lacunas exige menos retórica e mais evidência, menos marketing e mais governança, com atenção às especificidades de públicos diversos. O desafio é resgatar o ESG da superficialidade e torná-lo instrumento confiável que concilie desempenho financeiro e valor socioambiental.

5.1. Limitações do Estudo

A análise focou empresas do ISE B3, restringindo a generalização e possivelmente subestimando desalinhamentos em outros perfis. Usou apenas formulários de referência, sem captar nuances de outros canais. A amostra de investidores não foi segmentada por faixa etária, experiência ou perfil de risco, limitando a identificação de padrões específicos. Apesar disso, os achados permanecem válidos e abrem espaço para pesquisas com amostras mais amplas, múltiplas fontes e análise de fatores como diversidade e formação cultural na percepção de risco e valor.

6. Referências

- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>.
- Amir, E., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper*, No. 17-079. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2925310>.
- B3. (2023). *Boletim mensal - Novembro*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/boletim-informativo.htm
- Banco Bradesco S.A. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.bradesco.com.br/informacoes-ao-mercado/relatorios-e-planilhas/cvm/>
- Banco do Brasil S.A. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://ri.bb.com.br/publicacoes-e-comunicados/formularios-de-referencia/>
- Banco Santander (Brasil) S.A. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.santander.com.br/ri/relatorios>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo* (Edição revista e atualizada). São Paulo: Edições 70.
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Bieker, T. (2003). *Sustainability management with the balanced scorecard*. Centre for Sustainability Management, University of Lüneburg.
- Bosch, G., & Schmitz-Kießler, R. (2020). Work and employment under the Fourth Industrial Revolution: Insights from Germany. *ILO Working Paper No. 6*. International Labour Organization. <https://doi.org/10.54394/DZKQ9470>
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77–101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>
- BRF. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://ri.brf-global.com/mercado-de-capitais/arquivos-cvm/>
- Bullen, C. V., & Rockart, J. F. (1981). *A primer on critical success factors*. MIT Sloan School of Management.

- Cellard, A. (2008). A análise documental. In J. Poupart, J.-P. Deslauriers, L.-H. Groulx, A. Laperrière, R. Mayer, & A. Pires (Orgs.), *A pesquisa qualitativa: Enfoques epistemológicos e metodológicos* (pp. 295–316). Petrópolis: Vozes.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Christensen, H. B., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *University of Oxford - Smith School of Enterprise and the Environment*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (2nd ed.). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2024). *Resolução CVM nº 59*. Recuperado de <https://www.cvm.gov.br>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2025). *Resolução CVM nº 193*. Recuperado de <https://www.cvm.gov.br>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Conselho Nacional de Saúde. (2016). *Resolução nº 510*. Recuperado de <https://conselho.saude.gov.br/>
- Copel. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://ri.copel.com/publicacoes-e-documentos/formulario-de-referencia-e-cadastral/>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Dillman, D. A., Smyth, J. D., & Christian, L. M. (2014). *Internet, phone, mail, and mixed-mode surveys: The tailored design method* (4th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The investor revolution: Shareholders are getting serious about sustainability. *Harvard Business Review*, 97(3), 106–116.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2018). The Nordic model: An analysis of leading practices in ESG disclosure. *Nordic Council of Ministers*. <https://doi.org/10.6027/TN2018-540>
- Eletrobras. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://ri.eletrobras.com/informacoes/demonstracoes-financeiras/>
- Engie Brasil. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.engie.com.br/investidores/informacoes-financeiras/>
- Esteves, J. (2004). Definition and analysis of critical success factors for ERP implementation projects. *Proceedings of the International Workshop on Enterprise Management and Resource Planning*, 2(1), 1–12.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics* (4th ed.). London: SAGE Publications.

- Fontes-Filho, J. R., & Serra, F. R. (2023). Estratégias ESG no Brasil: entre o discurso e a ação. *Revista de Administração Contemporânea*, 27(1), 1–20. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022210374.en>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (6^a ed.). São Paulo: Atlas.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). Corporate sustainability: A strategy? *Harvard Business School Working Paper*, No. 19-065. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3312191>
- Irianto, H., & Sudarmadji, S. (2019). The impact of corporate governance and sustainability disclosure on firm value: Critical success factors perspective. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 3(4), 1–11.
- Itaú Unibanco. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.itaubanco.com.br/relacoes-com-investidores/resultados-e-relatorios/documentos-regulatorios/formulario-de-referencia/>
- Itausa S.A. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://www.itausa.com.br/Outros-Documents>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Klabin S.A. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://ri.klabin.com.br/informacoes-financeiras/documentos-entregues-a-cvm/>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Leins, S., Mayer, C., & Virgoe, J. (2021). Responsible investing: Guide to ESG data and metrics. *University of Oxford Working Paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3824214>
- Lojas Renner. (2024). *Formulário de Referência*. Recuperado de <https://lojasrenner.mzweb.com.br/doc-corporativos/formulario-de-referencia-e-cadastral/>
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886. <https://doi.org/10.2307/259247>
- O’Leary, M. (2023). ESG backlash: The corporate pushback against sustainable investing. *Harvard Business Review Digital Articles*, May 2023 Issue.
- ONU. (2004). *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. UN Global Compact & Swiss Federal Department of Foreign Affairs. <https://www.unglobalcompact.org/library/1452>
- Paetzold, F., Busch, T., & Chesney, M. (2022). More than words? Analysing the relationship between ESG reporting and corporate sustainability performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(2), 762–778. <https://doi.org/10.1002/bse.2909>
- Pinsky, V., & Kruglianskas, I. (2021). Sustentabilidade corporativa e o desafio da mensuração ESG: uma análise crítica. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 10(2), 181–198. <https://doi.org/10.5585/geas.v10i2.19289>
- Possebon, E. A. G., Cippiciani, F. A., Savoia, J. R. F., & de Mariz, F. (2024). ESG scores and performance in Brazilian public companies. *Sustainability*, 16(13), 5650. <https://doi.org/10.3390/su16135650>