



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 2, Jul./Dez., 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

[http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-](http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente)

[06/index.php/Ambiente](http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente)

Artigo recebido em: 24.09.2025. Revisado por pares em: 09.02.2026. Reformulado em: 01.04.2026. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n2ID41570

Fundos ASG versus fundos tradicionais: uma análise de performance no mercado brasileiro (2021–2024)

ESG Funds versus traditional funds: a performance analysis in the brazilian market (From 2021 to 2024)

Fondos ASG versus fondos tradicionales: un análisis de desempeño en el mercado brasileño (2021–2024)

Autores

Júlia Gomes Ramos Abreu

Bacharel em Ciências Contábeis, Universidade Federal Fluminenses, Departamento de Contabilidade. Endereço: Rua Mário Santos Braga, Centro, Niterói – RJ, Brasil, CEP: 24020-140. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-2692-968X>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3036259868036232>

E-mail: abreujulia@id.uff.br

Cíntia de Melo de Albuquerque Ribeiro

Doutora em Sistemas de Gestão Sustentável, Universidade Federal Fluminenses, Departamento de Contabilidade. Endereço: Rua Mário Santos Braga, Centro, Niterói – RJ, Brasil, CEP: 24020-140. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1957-056X>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3780699032150649>

E-mail: cintiaalbuquerque@id.uff.br

Aline Moura da Costa Silva

Doutora em Ciências Contábeis, Universidade Federal Fluminenses, Departamento de Contabilidade. Endereço: Rua Mário Santos Braga, Centro, Niterói – RJ, Brasil, CEP: 24020-140. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9437-3120>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6950832161301003>

E-mail: alinemoura@id.uff.br

José Paulo Cosenza

Doutor em Ciências Contábeis, Universidade Federal Fluminenses, Departamento de Contabilidade. Endereço: Rua Mário Santos Braga, Centro, Niterói – RJ, Brasil, CEP: 24020-140. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1753-0134>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4867409136127288>

E-mail: jpcosenza@id.uff.br

Resumo

Objetivo: O objetivo desta pesquisa é verificar a diferença de desempenho entre fundos ASG e fundos tradicionais no mercado brasileiro, considerando medidas de retorno ajustadas ao risco.

Metodologia: Foi adotada uma abordagem quantitativa, com base em dados secundários da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) referentes à rentabilidade de 3.538 fundos de investimento no período de 2006 a 2026. Para alcançar o objetivo proposto, aplicaram-se o Índice de Sharpe e o Teste-t.

Resultados: Na análise gráfica, os resultados indicam que os fundos ASG apresentaram desempenho superior, acompanhado de maior volatilidade, em comparação com os fundos não ASG (tradicionais). Contudo, ao se aplicar o Teste-t de Student para verificar a significância estatística das diferenças observadas entre os dois grupos, constatou-se que tais discrepâncias não são estatisticamente significativas. Em outras palavras, não há evidências suficientes para afirmar que os desempenhos das duas carteiras diferem de forma relevante do ponto de vista estatístico

Contribuições do estudo: Este estudo contribui para o debate acadêmico e prático sobre investimentos sustentáveis, fornecendo subsídios para investidores, gestores de fundos e formuladores de políticas que buscam equilibrar o retorno financeiro e a responsabilidade socioambiental.

Palavras-chave: ASG; fundos de investimento; sustentabilidade; rentabilidade; performance.

Abstract

Purpose: To examines the performance differences between Environmental, Social and Governance (ESG) and traditional funds in the Brazilian market, using risk-adjusted return measures.

Methodology: A quantitative approach was used, with secondary data from the Brazilian Securities Commission on the returns of 3,538 investment funds from 2006 to 2026. The Sharpe Ratio and t-test were applied to address this objective.

Results: In the graphical analysis, ESG funds showed better performance and higher volatility than non-ESG funds. However, the Student's t-test showed that these differences are not statistically significant. Thus, there is insufficient evidence to say that the two portfolios perform differently in a statistically meaningful way.

Contributions: This study contributes to the academic and practical debate on sustainable investments, providing insights for investors, fund managers, and policymakers seeking to balance financial returns with socio-environmental responsibility.

Keywords: ESG; investment funds; sustainability; profitability; performance.

Resumen

Objetivo: El objetivo de esta investigación es verificar la diferencia de desempeño entre fondos fondos de inversión sostenible ASG y fondos tradicionales en el mercado brasileño, considerando el retorno ajustado al riesgo.

Metodología: Se adoptó un enfoque cuantitativo, utilizando datos secundarios de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) sobre la rentabilidad de 3.538 fondos de inversión para el período de 2006 a 2026. Para alcanzar el objetivo propuesto, se aplicaron el Índice de Sharpe y la prueba t.

Resultados: En el análisis gráfico, los fondos que integran criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en las estrategias de inversión presentaron un desempeño superior, aunque con mayor volatilidad, en comparación con los fondos no ASG (tradicionales). No obstante, al aplicar la prueba t de Student para verificar la significancia estadística de las diferencias observadas entre los dos grupos, se constató que dichas discrepancias no son estadísticamente significativas. En otras palabras, no hay evidencia suficiente para afirmar que los desempeños de las dos carteras difieren de manera estadísticamente significativa.

Contribuciones del estudio: Este estudio contribuye al debate académico y práctico sobre las inversiones sostenibles, ofreciendo aportes para inversores, gestores de fondos y formuladores de políticas que buscan equilibrar el retorno financiero con la responsabilidad socioambiental.

Palabras clave: ASG; fondos de inversión; sostenibilidad; rentabilidad; desempeño.

1 Introdução

Com a crescente necessidade de alinhar o mercado financeiro às práticas sustentáveis, o conceito de Environmental, Social and Governance (ESG), no Brasil traduzido pela sigla ASG (ambiental, social e governança), vem ganhando força no âmbito internacional (Li *et al.*, 2021; Friede *et al.*, 2015). O termo surgiu por meio de uma publicação de 2004, do Banco Mundial, em conjunto com o Pacto Global da ONU, intitulada Who Cares Wins. Logo após a divulgação inicial desse conceito, em 2006, surgiram os Princípios para Investimentos Responsáveis – PRI, desenvolvidos por investidores para estabelecer princípios que contribuem para a ampla conscientização do mercado, além de possibilitar uma regulamentação mais rigorosa das práticas estabelecidas pelo conceito ASG (PIR, 2025).

No mercado internacional, observou-se crescimento do interesse global por investimentos sustentáveis ao longo dos anos (Gibson *et al.*, 2022; Giese *et al.*, 2021). O Global Sustainable Investment Review (2020), publicado pela Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), indica que os investimentos sustentáveis se tornam cada vez mais atrativos aos investidores, ao considerar a ampliação de sua aplicação entre 2016 e 2020, sendo as regiões de maior crescimento o Canadá, os Estados Unidos e a região da Australásia (GSIA, 2020).

Já no Brasil, o percentual de ativos avaliados por suas respectivas gestoras, em relação aos critérios ASG, aumentou consideravelmente, tendo em vista que, em 2018, 27% das gestoras indicaram considerar fatores ASG em mais de 50% dos ativos sob sua gestão (Anbima, 2022). Em 2021 esse percentual aumentou para 49%. Nesse contexto, Voltolini (2021) ressalta

que esse movimento representa o início de uma tendência ascendente, na qual a sustentabilidade passa a desempenhar um papel central na gestão dos negócios. Assim, torna-se essencial para a indústria brasileira de fundos de investimento adotar práticas e princípios ASG, uma vez que os investidores têm utilizado cada vez mais a incorporação de questões e aspectos ambientais, sociais e de governança para avaliação do risco de um investimento.

Diversos estudos apontam que os fundos ASG podem oferecer maior resiliência em cenários de crise e proteção contra riscos inesperados. Pisani e Russo (2021), por exemplo, demonstram que, durante a pandemia de COVID-19, fundos com maior classificação ASG apresentaram menor contágio de risco e retornos superiores, atuando como um seguro em momentos de instabilidade. Da mesma forma, Dmuchowski *et al.* (2023) reforçam que práticas ASG tendem a correlacionar-se positivamente com desempenho no longo prazo, especialmente no que tange à preservação de valor durante crises. Mais recentemente, Tang *et al.* (2025), ao analisarem o mercado chinês, constataram que fundos ASG geraram retornos médios superiores aos tradicionais, com desempenho 1,2% acima no período avaliado.

Por outro lado, diversas pesquisas revelam limitações e fragilidades. Kuzmina *et al.* (2023), ao investigarem fundos ASG no setor energético europeu, não identificaram diferenças estatisticamente significativas em relação aos fundos convencionais, embora, em alguns períodos, os ASG apresentassem desempenho inferior. Plagge e Grim (2020) também ressaltam a dispersão dos resultados, com ausência de alfas significativos na maioria dos fundos avaliados, sugerindo que a simples incorporação de critérios ASG não garante retornos superiores.

No contexto brasileiro, Silva, Oliveira e Pessina (2025) identificaram 437 fundos, majoritariamente de renda variável, com patrimônio superior a R\$ 35 bilhões, mas poucos superam benchmarks como o CDI ou o Ibovespa, o que indica que a performance ainda é restrita. No entanto, Guimarães e Malaquias (2023), ao analisarem 3.840 fundos de ações entre 2006 e 2020, mostraram que os fundos ASG podem apresentar maior resiliência durante crises e períodos de restrições financeiras, como a pandemia de COVID-19.

A literatura acadêmica apresenta resultados ainda inconclusivos sobre os impactos dos fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) no risco e no retorno de títulos de ações, o que reflete teorias divergentes e evidências empíricas contraditórias (Plagge & Grim, 2020; Dmuchowski *et al.*, 2023), inclusive em fundos ASG. Essa combinação de resultados inconsistentes e escassez de análises abrangentes evidencia que, embora o interesse acadêmico e prático esteja em ascensão, ainda persistem lacunas relevantes sobre o desempenho relativo aos fundos de ações ASG, o que justifica a necessidade de mais investigações (Kuzmina *et al.*, 2023; Tang *et al.*, 2025).

Diante disso, com o intuito de ampliar a discussão no contexto brasileiro, o presente estudo busca responder à seguinte questão: **Qual é a diferença entre a performance dos fundos ASG e a dos fundos não ASG (tradicionais) no Brasil?** Sendo assim, a pesquisa tem como objetivo verificar a diferença de desempenho entre fundos ASG e fundos tradicionais no mercado brasileiro, considerando medidas de retorno ajustadas ao risco. Para tanto, realizou-se uma análise descritiva do Índice de Sharpe e do teste de diferença de médias do desempenho ajustado ao risco entre os fundos ASG e não ASG no período de abril de 2006 a março de 2026.

A crescente relevância e a urgência da pauta sustentável na indústria de gestão de recursos têm se mostrado serem fatores determinantes para a longevidade e a resiliência dos negócios (Anbima, 2022). Os critérios ASG funcionam como mecanismos de prevenção de riscos corporativos, contribuindo para decisões de investimento mais conscientes e responsáveis (Li *et al.*, 2021). No entanto, observa-se um número ainda insuficiente de estudos que investiguem especificamente os fundos de investimento ASG no Brasil (Silva, Oliveira & Pessina, 2024), justificando a realização desta pesquisa.

Além disso, em contraste com estudos realizados em outros países em desenvolvimento, como o5 de Tang *et al.* (2025) na China, que indicam que a integração ASG pode gerar retornos superiores, os resultados obtidos nesta pesquisa apontam para uma dinâmica distinta no Brasil: apesar de os fundos ASG apresentarem retorno médio superior, mostram grande volatilidade e variabilidade no desempenho, sem haver diferença estatisticamente significativa no desempenho ajustado ao risco entre fundos ASG e fundos tradicionais.

Esses achados reforçam a heterogeneidade dos resultados observados na literatura e contribuem para o avanço da compreensão acerca dos limites e dos condicionantes da integração dos critérios ASG às estratégias de investimento, especialmente no que se refere ao desempenho ajustado ao risco. Ao evidenciar a ausência de diferença estatisticamente significativa entre fundos ASG e tradicionais, o estudo destaca que a incorporação de critérios sustentáveis não implica, necessariamente, melhoria na eficiência risco-retorno, podendo seus efeitos depender de fatores contextuais, como a maturidade do mercado e a qualidade da implementação das estratégias ASG.

Do ponto de vista prático, a maior variabilidade observada nos fundos ASG indica menor estabilidade ao longo do tempo, possivelmente associada a fatores estruturais e ao estágio de desenvolvimento dessas estratégias. Nesse contexto, os resultados sugerem que a análise de investimentos ASG deve considerar não apenas o desempenho médio, mas também a consistência dos resultados. Adicionalmente, os achados indicam que a adoção de fundos ASG não implica, necessariamente, ganhos em eficiência risco-retorno, reforçando a necessidade de decisões baseadas em múltiplos critérios, incluindo risco, consistência e objetivos não financeiros. Para os gestores, os resultados sugerem aprimorar a consistência das estratégias e a gestão de risco. Para os reguladores, evidencia-se a importância de maior transparência e padronização, visando reduzir a heterogeneidade e fortalecer a confiança no segmento.

2 Referencial Teórico

2.1 ASG e os Princípios do Investimento Responsável

Desde a Terceira Revolução Industrial, os avanços tecnológicos frequentemente desconsideraram os impactos ambientais. Isso foi um contraste com os ideais da Revolução Verde, que visava aumentar a produção agrícola. No entanto, essa busca por maior produtividade trouxe consequências negativas para o meio ambiente, como a degradação do solo e a contaminação por agrotóxicos (Campagnolla & Macêdo, 2022).

Na década de 1970, com o aumento da conscientização sobre os impactos negativos da industrialização acelerada, realizou-se a Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, em Estocolmo, em 1972. Este evento representou um marco fundamental ao consolidar o entendimento de que as questões ambientais deveriam ser incorporadas às pautas políticas internacionais.

Inicialmente, essas preocupações estavam restritas ao âmbito diplomático e institucional, não sendo consideradas no contexto empresarial (Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, 1972). No entanto, na Declaração de Estocolmo, foram apresentados princípios orientadores para a gestão ambiental global, destacando a importância da cooperação entre os Estados para a proteção dos recursos naturais e a promoção de um modelo de desenvolvimento sustentável, o que representa um marco para o início gradual da incorporação da sustentabilidade às agendas governamentais e corporativas.

A sustentabilidade, por definição, abrange uma ampla gama de conceitos que abordam as demandas do ser humano, bem como os fatores relacionados à preservação do meio ambiente e aos aspectos econômicos. Conforme estabelecido pelo Relatório Brundtland (1987), o

desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades humanas do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir as suas próprias necessidades, visto que os conceitos de “meio ambiente” e “desenvolvimento” são inseparáveis.

Nesse contexto, em 1994, houve o surgimento do termo *Triple Bottom Line* (TBL), que foi formado a partir da ideia de que o desempenho organizacional não deveria ser avaliado apenas pelo lucro das empresas, mas sim por fatores sociais e ambientais em suas métricas e estratégias corporativas (Elkington, 2004). Essa perspectiva, ao evidenciar a interdependência entre os três pilares básicos – *profit* (lucro), *planet* (planeta) e *people* (pessoas), foi um dos indícios de uma mudança no entendimento sobre a avaliação do desempenho das empresas, indicando que os aspectos sociais e ambientais deveriam ser considerados tão relevantes quanto os financeiros nas análises e nas tomadas de decisão estratégicas.

Apesar da relevância do tema apresentado pelo TBL, o termo ASG surgiu apenas em 2004, com a colaboração do Banco Mundial e da Organização das Nações Unidas (ONU), que publicaram o relatório *Who Cares Wins*. Esse relatório foi originado por uma instigação do então secretário-geral da ONU, Kofi Annan, dirigida a diversos empresários de grande relevância no mercado financeiro, sobre como o mercado financeiro deveria estar integrado a fatores sociais, ambientais e de governança (Pacto Global, 2025).

O “Ambiental”, princípio representado pelo termo em inglês “Environmental” (“E”), defende o desenvolvimento das empresas de forma consciente para que não prejudique permanentemente o meio ambiente. Além disso, de acordo com estudo realizado por Whelan *et al.* (2020), é possível perceber que iniciativas sustentáveis nas corporações auxiliam uma melhor performance financeira, visto que incentivam o gerenciamento de riscos, bem como a inovação. Dentre as iniciativas relacionadas ao meio ambiente, pode-se destacar a utilização de fontes de energia limpas e acessíveis e o incentivo ao uso sustentável dos ecossistemas terrestres (Organização das Nações Unidas, 2025)

O pilar representado pela letra “S” diz respeito ao termo “Social”, que engloba os objetivos e as políticas de uma corporação, bem como sua relação com a sociedade em que está inserida. Nesse contexto, assuntos como inclusão, diversidade, direitos humanos e legislação trabalhista ganham cada vez mais importância, bem como a adoção de políticas que promovam esses aspectos (Borsatto, Baggio & Brum, 2023). O pilar social também busca promover crescimento econômico inclusivo através da promoção de políticas de desenvolvimento voltadas para a promoção de trabalho digno para todas as pessoas (Organização das Nações Unidas, 2025)

A “Governança”, representada pela letra “G”, busca a adoção de práticas que, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, visam promover boa governança corporativa a partir da promoção de cinco princípios fundamentais: integridade, transparência, responsabilização (*accountability*), equidade e sustentabilidade (IBGC, 2023, p. 12). Através da adoção das recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, “as organizações mostram o seu comprometimento em alinhar interesses; prevenir, mitigar e tratar conflitos; e gerar valor tangível e intangível para todas as partes interessadas, considerando os impactos na economia, sociedade e meio ambiente” (IBGC, 2023).

Em 2006, foram criados os Princípios do Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment* - PRI) por um grupo internacional de investidores institucionais devido à convocação do secretário-geral das Nações Unidas para trazer à tona a importância das questões ambientais, sociais e de governança no mercado de investimentos. O PRI busca orientar os investidores sobre como esses tópicos podem influenciar os investimentos e a metodologia de tomada de decisão dos empresários e dos investidores. Segundo o secretário-geral da ONU, Ban Ki-moon, nos últimos tempos, tais princípios ganharam notoriedade e, com o apoio da ONU, ajudam a corrigir a percepção de que as temáticas ASG poderiam ser ignoradas no mercado financeiro (PRI, 2019).

Os princípios para investimento responsável são listados pelo PRI da seguinte forma (PRI, 2025):

1. “Incorporaremos os temas ASG às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão.”
2. “Seremos proativos e incorporaremos os temas ASG às nossas políticas e práticas de propriedade de ativos.”
3. “Buscaremos sempre fazer com que as entidades em que investimos divulguem suas ações relacionadas aos temas ASG.”
4. “Promoveremos a aceitação e a implementação dos Princípios no setor de investimento.”
5. “Trabalharemos unidos para ampliar a eficácia na implementação dos Princípios.”
6. “Cada um de nós divulgará relatórios sobre as atividades e o progresso da implementação dos Princípios.”

Tendo em vista que a implementação desses seis princípios é voluntária e pode ser realizada por meio de uma série de ações (PRI, 2019), é viável para os profissionais do mercado financeiro incorporarem e desenvolverem esse conceito, criando, conseqüentemente, uma rede que se estende por todo o mundo, incluindo o Brasil, promovendo um sistema financeiro global mais sustentável. Essa adesão vem crescendo constantemente, tendo aumentado dez vezes mais em 2020, quando comparada a 2006 (PRI, 2019).

O investimento ambiental, social e de governança consolidou-se como paradigma nas finanças modernas, ao integrar critérios não financeiros às decisões de investimento e ao ampliar a análise para além do retorno econômico, incluindo impactos sociais e ambientais de longo prazo (Tang *et al.*, 2025). Esses fatores passaram a receber maior atenção de investidores e gestores, que incorporam sua materialidade financeira — desde riscos climáticos, emissões e biodiversidade até direitos humanos, segurança no trabalho e ética corporativa — com o objetivo de aprimorar a gestão de riscos e contribuir para a sustentabilidade global (Kuzmina *et al.*, 2023).

Estudos apontam que empresas que adotam princípios estruturados alinhados à pauta ASG tendem a apresentar reputação mais sólida e desempenho financeiro mais estável ao longo do tempo, uma vez que tais práticas contribuem para mitigar riscos relacionados a escândalos sociais, falhas de governança ou desastres ambientais (Friede, Busch & Bassen, 2015). A relevância do PRI também se manifesta na capacidade de mobilização coletiva, visto que pesquisas indicam que seus signatários reforçam o compromisso com critérios ASG, alcançando, em média, um aumento de 6% nas pontuações após a adesão, com destaque para as dimensões social e de governança. Essa adesão conjunta amplia o poder de influência dos investidores sobre as empresas, incentivando transformações mais significativas nas práticas corporativas (Gibson *et al.*, 2020).

Os princípios ASG e de investimento responsável também dialogam diretamente com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que reúnem 17 desafios centrais para a qualidade de vida da sociedade e para a preservação do planeta.

2.2 ASG no Brasil

No Brasil, a agenda ASG vem ganhando relevância crescente no processo de formulação de estratégias e na tomada de decisões corporativas, acompanhando, ainda que de forma gradual, o movimento observado no mercado internacional. A adequação das empresas a esse cenário decorre não apenas da pressão competitiva global, mas também da necessidade de responder às transformações do mercado e às demandas sociais, o que impulsionou a incorporação de fatores ASG às práticas de gestão (Pereira, Silva & Carbonari, 2017).

Entretanto, em comparação com países europeus e os Estados Unidos, a implementação de práticas ASG no Brasil ocorreu mais tarde. Um marco relevante nesse processo foi a criação, em 2005, do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), voltado a avaliar o desempenho de companhias comprometidas com a sustentabilidade e a sinalizar ao mercado a importância da perenidade dos negócios (B3, 2025).

Nos últimos anos, observa-se um interesse crescente do mercado financeiro brasileiro pela temática ASG. Segundo a Anbima (2022), essa tendência tem estimulado adaptações no setor de fundos de investimento. Pesquisa conduzida pela Morningstar e pela Capital Reset revelou que, apenas em 2020, os fundos ASG captaram R\$ 2,5 bilhões, sendo metade desse valor proveniente de fundos criados naquele mesmo ano (Pacto Global, 2025).

Como resposta regulatória, desde 2022 a Anbima passou a exigir a identificação dos fundos de investimento cuja estratégia esteja integralmente orientada à sustentabilidade, com o uso do sufixo “IS” (Investimento Sustentável). Já os fundos que incorporam apenas alguns aspectos ASG, sem tê-los como foco central, ficam impedidos de utilizar essa classificação. Essa medida reforça a busca por maior transparência e padronização no mercado nacional, ainda em consolidação frente às práticas mais maduras observadas em outras regiões.

2.3 Formulação de Hipótese

Os critérios ASG investigados no contexto dos fundos de investimento apresentam resultados heterogêneos e dependentes do contexto regional. Plagge e Grim (2020), ao analisarem fundos norte-americanos, identificaram desempenho disperso e ausência de geração consistente de alfa significativo após o controle por fatores de estilo. De forma semelhante, Kuzmina *et al.* (2023) observaram que fundos europeus de energia ASG apresentaram retornos inferiores aos convencionais, em parte devido à predominância de estratégias de exclusão na seleção de ativos.

Relatório da Morgan Stanley indicou que, no segundo semestre de 2024, fundos sustentáveis tiveram desempenho inferior ao dos fundos tradicionais, com retornos médios de 0,4% contra 1,7%, resultado explicado principalmente pela maior exposição aos mercados europeu e global, que apresentaram desempenho inferior às regiões das Américas e da Ásia-Pacífico. Ainda assim, fundos ASG focados nessas últimas regiões superaram seus pares convencionais (Morgan Stanley Institute, 2025). Por outro lado, estudos em outros mercados apresentam achados mais positivos. Tang *et al.* (2025) verificaram que, na China, fundos ASG superaram os tradicionais em 1,2% de retornos excedentes ajustados ao risco, sugerindo que estratégias de integração ASG bem estruturadas podem trazer ganhos financeiros.

Um aspecto importante é o grau de compromisso efetivo desses fundos com a agenda sustentável. Raghunandan e Rajgopal (2022), ao analisar fundos norte-americanos, constataram que muitos fundos ASG detêm empresas com históricos ambientais e trabalhistas piores do que as de fundos não ASG administrados pelas mesmas instituições, além de cobrarem taxas mais elevadas. Essa constatação reforça que, em muitos casos, a adoção da rotulagem ASG não se traduz em práticas de investimento efetivamente alinhadas à sustentabilidade, o que suscita questionamentos quanto ao *greenwashing* e à baixa consistência (Dmuchowski *et al.*, 2023).

No Brasil, a literatura também aponta para resultados mistos. Silva, Oliveira e Pessina (2025) evidenciaram que a maioria dos fundos ASG brasileiros, especialmente os de renda variável, apresenta desempenho inferior, raramente superando *benchmarks* como o CDI e o Ibovespa, o que se torna ainda mais evidente em fundos com metas explícitas de sustentabilidade. Em contrapartida, Guimarães e Malaquias (2023) concluíram que, em média, fundos brasileiros que aplicam e observam os parâmetros de investimento socialmente responsável (ISR) sob os critérios ambientais, sociais e de boa governança corporativa (ASG), comercialmente denominados ASG-ISR, apresentam desempenho ajustado ao risco semelhante

ao dos convencionais, mas que, em períodos de crise, como a pandemia de COVID-19, esses fundos se mostraram mais resilientes, exibindo desempenho superior. Resultados semelhantes foram verificados por Pisani e Russo (2021), que destacaram a maior capacidade de resistência aos riscos de contágio financeiro dos fundos ASG europeus durante a pandemia, reforçando o papel protetivo dessas carteiras em cenários de instabilidade.

No contexto brasileiro, a literatura também aponta evidências mistas: enquanto alguns estudos identificam desempenho inferior ou semelhante ao dos fundos tradicionais, outros destacam maior resiliência em períodos de crise. De acordo com o conjunto de evidências descrito anteriormente, a hipótese pode ser formulada da seguinte maneira:

H1: Há diferença estatisticamente significativa entre o desempenho dos fundos ASG e dos fundos tradicionais no mercado brasileiro, considerando medidas de retorno ajustadas ao risco.

3 Procedimentos Metodológicos

Este estudo caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa, com abordagem empírica-analítica, e tem como principal objetivo analisar o desempenho financeiro dos fundos de investimento com características ASG e dos fundos de investimento tradicionais. É classificada como pesquisa documental, com base em dados secundários obtidos por meio do software Economática.

A amostra foi extraída da base de dados Economática, mediante a aplicação dos seguintes critérios de seleção: (1) classificação na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) restrita à categoria “ações”; (2) situação atual do fundo definida como “em funcionamento”; (3) patrimônio líquido mínimo de R\$ 10 milhões; e (4) classificação quanto à adoção de critérios ASG, incluindo-se tanto fundos identificados como “sim” (fundos ASG) quanto “não” (fundos não ASG), sendo excluídos aqueles categorizados como “relacionados”.

A aplicação desses filtros resultou em uma amostra composta por 3.502 fundos não ASG e 35 fundos ASG. Ressalta-se que, como a análise se baseia em estatísticas de tendência central, especialmente na média, a discrepância no tamanho dos grupos não compromete a validade dos resultados.

O período de análise abrange de abril de 2006 a março de 2026, com o ponto inicial definido pela publicação dos Princípios para o Investimento Responsável, marco relevante para a disseminação das práticas ASG no mercado financeiro, e o ponto final correspondente ao período de coleta de dados.

O desempenho dos fundos foi avaliado por meio do Índice de Sharpe, calculado conforme a Expressão I:

$$S = \left(\frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \right) - 1 \quad (1)$$

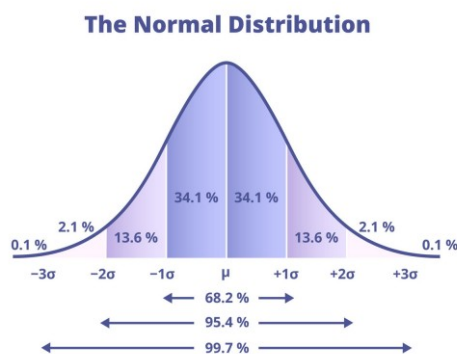
Onde, R representa o Índice de Sharpe, R_p corresponde ao retorno médio do fundo, R_f à taxa livre de risco e σ_p ao desvio padrão dos retornos, utilizado como medida de risco. Em consonância com a prática comum no mercado de capitais brasileiro (Silva & Pessina, 2025), adotou-se a Taxa Selic como referência de taxa livre de risco. O índice permite avaliar o retorno excedente obtido por unidade de risco assumido, sendo amplamente utilizado na literatura para análise de desempenho ajustado ao risco (Borges & Malaquias, 20219; Milona, Rompotis & Moutzouris, 2022; Silva & Iquiapaza, 2017).

O cálculo do retorno dos fundos analisados foi realizado com base na variação do valor das cotas entre dois períodos consecutivos, conforme a Expressão II:

$$R = \left(\frac{x_t}{x_{t-1}} \right) - 1 \quad (\text{II})$$

Onde, R representa o retorno do fundo no período, x_t corresponde ao valor da cota no período final e x_{t-1} ao valor da cota no período inicial.

Para a análise inferencial, foi aplicado o teste t de Student para amostras independentes, com o objetivo de verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas no desempenho ajustado ao risco entre os grupos. Optou-se por não realizar testes formais de normalidade, fundamentando-se no Teorema Central do Limite, que estabelece que, para amostras suficientemente grandes, a distribuição da média amostral tende à normalidade (Barros & Mazucheli, 2005). Os testes foram conduzidos com nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$) e com abordagem bilateral, conforme prática consolidada na literatura estatística (Giannopoulos *et al.*, 2022; Guimarães & Malaquias, 2023; Silva & Iquiapaza, 2017).



Inicialmente, foi aplicado o teste t assumindo igualdade de variâncias. Contudo, diante da possibilidade de heterocedasticidade, também foi utilizado o teste t de Welch, que não pressupõe igualdade de variâncias e é considerado mais robusto em contextos de variâncias desiguais e tamanhos amostrais distintos. Adicionalmente, foi realizada análise de variância (ANOVA), incluindo sua versão robusta (teste F de Welch), como forma complementar de verificar a consistência dos resultados na presença de heterocedasticidade. As análises estatísticas foram realizadas com o auxílio do software EViews.

4 Análise e Discussão dos Resultados

A figura 1 apresenta o resultado do Índice de Sharp para o período em estudo.

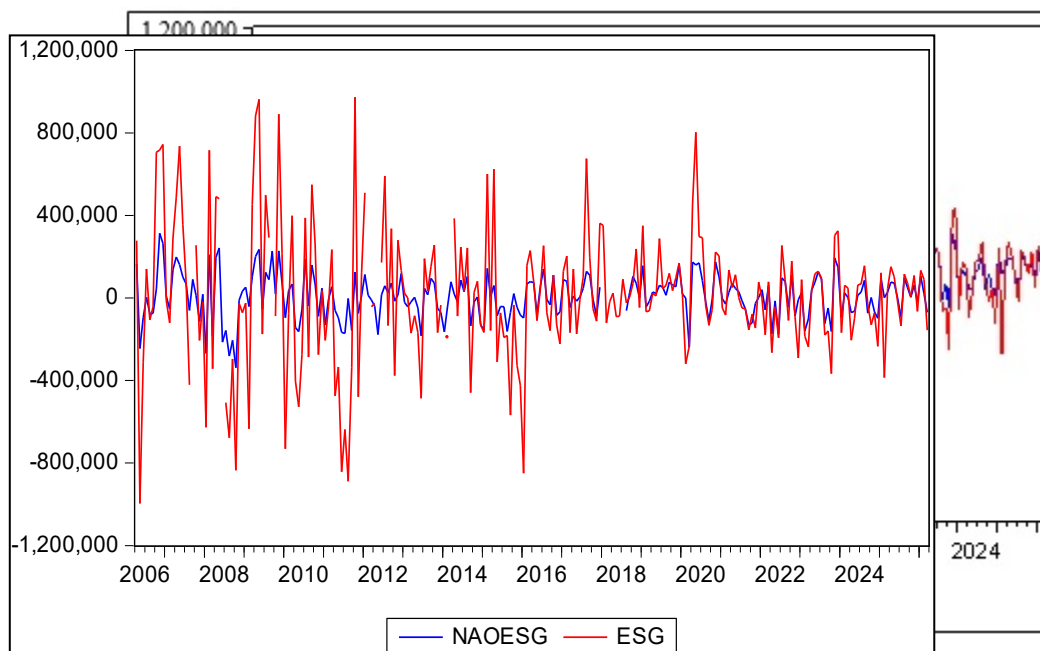


Figura 1 Evolução do Índice de Sharp para fundos ASG e não ASG (2006-2026)

Fonte: Dados da pesquisa (2026).

O resultado apresentado na Figura 1 evidencia que o desempenho ajustado ao risco dos fundos ASG e não ASG apresenta elevada variabilidade ao longo do tempo, sem padrão consistente de superioridade ou inferioridade entre os grupos. Esse comportamento é consistente com a literatura que aponta para a heterogeneidade dos resultados associados aos investimentos ASG, indicando que o desempenho desses fundos não segue um padrão uniforme ao longo do tempo (Plagge & Grim, 2020).

Observa-se maior volatilidade nos fundos ASG, especialmente nos períodos iniciais, enquanto os fundos tradicionais apresentam comportamento mais estável. Esse resultado pode ser parcialmente explicado por efeitos de composição da amostra. No início da série, o número reduzido de fundos ASG torna a média do índice de Sharpe mais sensível a valores extremos, ampliando a variabilidade dos resultados. À medida que o número de fundos aumenta ao longo do tempo, especialmente a partir de 2018/2019 e com maior consolidação após 2021, observa-se uma redução da volatilidade, o que reflete uma base amostral mais ampla e representativa.

Esse fator sugere que parte das diferenças observadas entre fundos ASG e não ASG pode estar associada não apenas ao desempenho intrínseco, mas também à evolução da própria indústria de fundos sustentáveis no período analisado. Além disso, a maior volatilidade observada nos fundos ASG pode estar relacionada a limitações estruturais na construção dessas carteiras, como restrições na seleção de ativos ou menor diversificação, conforme sugerem Kuzmina *et al.* (2023), o que pode impactar negativamente o desempenho ajustado ao risco.

Em conjunto, esses achados visuais reforçam a existência de diferenças no comportamento do índice de Sharpe entre os dois tipos de fundos, ainda que tais diferenças não apresentem uma direção uniforme ao longo do tempo. Os resultados descritivos, apresentados na Tabela 1, indicam que os fundos ASG apresentam, em média, um índice de Sharpe superior ao dos fundos não ASG (11.270,84 contra 6.233,18). Contudo, observa-se que os fundos ASG também exibem uma variabilidade substancialmente maior, com desvio padrão significativamente mais elevado (326.689,8 em comparação a 107.224,4), o que sugere maior dispersão e instabilidade no desempenho ajustado ao risco desse grupo.

Tabela 1*Estatística descritiva do Índice Sharp dos fundos ASG e não ASG*

Grupo	N	Média	Desvio Padrão	Erro Padrão da Média
Não ASG	233	6.233,18	107.224,40	7.024,50
ASG	233	11.270,84	326.689,80	21.402,16

Fonte: *Dados da pesquisa (2026).*

Esse resultado difere do que é defendido pela literatura, segundo a qual a incorporação de práticas ASG implica desempenho financeiro mais estável ao longo do tempo (Friede, Busch & Bassen, 2015). No entanto, o estudo da Morgan Stanley Institute (2025) relatou que, no segundo semestre de 2024, fundos sustentáveis apresentaram retornos médios inferiores (0,4%) em comparação aos tradicionais (1,7%), atribuídos sobretudo à maior exposição a mercados europeus e globais, que tiveram desempenho inferior às Américas e à Ásia-Pacífico, o que indica que a dificuldade de geração de retornos competitivos por fundos ASG não é exclusiva do Brasil, mas reflete uma tendência observada em diferentes regiões.

Em termos inferenciais, os resultados dos testes de diferença de médias reforçam essa interpretação.

Tabela 2*Teste de diferença de média do Índice Sharp entre fundos ASG e não ASG*

Teste	Estatística	Graus de liberdade	p-valor	Resultado
Teste t (variâncias iguais)	-0,2236	464	0,8231	Não significativo
Teste t de Welch	-0,2236	281,41	0,8232	Não significativo
ANOVA (F)	0,05	(1; 464)	0,8231	Não significativo
Teste F de Welch	0,05	(1; 281)	0,8232	Não significativo

Nota: Nível de significância adotado: 5% ($\alpha = 0,05$).Fonte: *dados da pesquisa.*

O teste t para igualdade de médias, bem como sua versão robusta para variâncias desiguais (teste de Welch) e a análise de variância (ANOVA), apresentaram p-valores elevados ($p \approx 0,82$), indicando ausência de diferença estatisticamente significativa entre os grupos ao nível de significância convencional de 5%. Dessa forma, não há evidência empírica suficiente para rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias entre os fundos ASG e não ASG.

Por conseguinte, a hipótese de pesquisa formulada, que propõe a existência de diferença estatisticamente significativa no desempenho ajustado ao risco entre fundos ASG e fundos tradicionais, não é sustentada pelos resultados empíricos, devendo, portanto, ser rejeitada neste estudo. Esses achados corroboram os de Guimarães e Malaquias (2023) e Kuzmina *et al.* (2023), reforçando a perspectiva de que o desempenho dos fundos ASG, no contexto analisado, não difere de forma consistente dos fundos convencionais, estando sujeito a elevada variabilidade e dependência de fatores contextuais. Esses resultados reforçam a evidência de que a relação entre critérios ASG e desempenho financeiro é heterogênea e não conclusiva.

5 Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi alcançado por meio de pesquisa documental, na qual verificamos a diferença de desempenho entre fundos ESG e fundos tradicionais no mercado brasileiro, considerando medidas de retorno ajustado ao risco. Para testar nossa hipótese de

pesquisa, calculamos o Índice de Sharpe e a diferença no desempenho médio ajustado ao risco entre os grupos de fundos ESG e não-ESG para o período de abril de 2006 a março de 2026.

Considerando o propósito desta pesquisa, os resultados mostraram um Índice de Sharpe médio superior no grupo ESG. Contudo, a alta volatilidade e o desvio padrão substancialmente maior impediram a confirmação dessa superioridade por meio do teste de hipóteses. Assim, a hipótese de pesquisa formulada, que propõe a existência de uma diferença estatisticamente significativa no desempenho ajustado ao risco entre fundos ESG e fundos tradicionais, não é corroborada pelos resultados empíricos. Concluímos, portanto, que a integração de critérios ESG no contexto analisado não atua como determinante isolado de desempenho financeiro superior, sendo marcada por heterogeneidade que pode refletir tanto limitações estruturais de diversificação quanto dependência de fatores contextuais e temporais.

Como contribuição teórica, os resultados reforçam a heterogeneidade evidenciada na literatura e avançam na compreensão dos limites da integração dos critérios ASG nas estratégias de investimento, especialmente quanto ao desempenho ajustado ao risco. A ausência de diferença estatisticamente significativa entre fundos ASG e tradicionais indica que a adoção desses critérios não implica, necessariamente, melhoria na eficiência risco-retorno, estando seus efeitos condicionados a fatores contextuais. Como contribuição prática, a maior variabilidade observada nos fundos ASG sugere menor estabilidade, o que indica que sua avaliação deve considerar não apenas o desempenho médio, mas também a consistência dos resultados. Nesse sentido, os achados apontam para a necessidade de decisões de investimento baseadas em múltiplos critérios, bem como para o aprimoramento das estratégias de gestão e o fortalecimento da transparência e padronização no mercado ASG.

Entre as limitações do estudo, destaca-se o uso exclusivo do índice de Sharpe, o que pode limitar a avaliação do desempenho ajustado ao risco a uma única métrica. O foco no mercado brasileiro limita a generalização dos achados. Diante dessas limitações, pesquisas futuras podem ampliar a análise por meio do uso de múltiplas métricas de desempenho ajustado ao risco, bem como da investigação em diferentes ciclos econômicos. Adicionalmente, a incorporação de variáveis de controle relacionadas às características dos fundos pode contribuir para uma análise mais robusta. Por fim, estudos que considerem qualitativamente a percepção de gestores e investidores sobre o equilíbrio entre retorno financeiro e impacto socioambiental.

Referências

- Agarwal, B., Gautam, R. S., Jain, P., Rastogi, S., Bhimavarapu, V. M., & Singh, S. (2023). Impact of environmental, social, and governance activities on the financial performance of Indian health care sector firms: Using competition as a moderator. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(109). <https://doi.org/10.3390/jrfm16020109>
- Amin, N., & Tauseef, S. (2022). Does an optimal ESG score exist? Evidence from China. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. <https://doi.org/10.1080/17520843.2022>.
- Anbima. (2022). *ESG Guide II*. https://www.anbima.com.br/data/files/08/E7/AC/BC/8B54181056C3B2186B2BA2A8/ESG_Guide_II.pdf
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2025). *O que é o ISE*. <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>
- Borges, D. M., & Malaquias, R. F. (2019). Restrições de resgate em fundos de ações, liquidez dos ativos e desempenho. *Revista de Administração de Empresas*, 59, 43-56. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020190105>
- Borsatto, A. L., Baggio, D. K., & Brum, A. L. (2023). Conceitos e definições do ESG – Environmental, social and corporate governance – no contexto evolutivo da sustentabilidade.

Desenvolvimento em Questão, 21(59), e13493. <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2023.59.13493>

Campagnolla, C., & Macêdo, M. M. C. (2022). Revolução verde: passado e desafios atuais. *Cadernos de Ciência & Tecnologia*, 39(1), e26952. <https://doi.org/10.35977/0104-1096.cct2022.v39.26952>

Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano. (1972). *Declaração de Estocolmo sobre o Ambiente Humano*. Estocolmo: Nações Unidas.

Conover, W. J. (1971). *Practical nonparametric statistics*. New York, NY: John Wiley & Sons.

Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczewska-Dąbrowska, A. H., & Gworek, B. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment—Global trends and Poland's perspective. *Journal of Environmental Management*, 329, 117023.

Elkington, J. (2004). Enter the triple bottom line. In A. Henriques & J. Richardson (Eds.), *The triple bottom line: Does it all add up?* (pp. 1–16). London, UK: Earthscan.

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>

Giannopoulos, G., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. A. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>

Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2021). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 47(3), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>

Gil, A. C. (2017). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (7ª ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *Global sustainable investment review 2020*.

González-Estrada, E., & Cosmes, W. (2019). Shapiro–Wilk test for skew normal distributions based on data transformations. *Journal of Statistical Computation and Simulation*, 89(17), 3258–3272. <https://doi.org/10.1080/00949655.2019.1600226>

Guimarães, T. M., & Malaquias, R. F. (2023). Desempenho de Fundos de Ações considerando Investimentos ESG, Restrições Financeiras e a Pandemia COVID-19. *Brazilian Business Review*, 20(1), 18-37. <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.20.1.2.pt>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023). *Conheça os cinco princípios da governança corporativa*. São Paulo, SP: IBGC.

KPMG. (2023). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. <https://midia.kpmg.com.br/comunicados/images/2023/760624247.pdf>

Kuzmina, J., Atstaja, D., Purvins, M., Baakashvili, G., & Chkareuli, V. (2023). In Search of Sustainability and Financial Returns: The Case of ESG Energy Funds. *Sustainability*, 15(3), 2716. <https://doi.org/10.3390/su15032716>

Levine, D. M., Berenson, M. L., & Stephan, D. F. (2016). *Estatística: Teoria e aplicações* (7ª ed.). Rio de Janeiro, RJ: LTC.

Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>

- Milonas, N. T.; Rompotis, G. G.; Moutzouris, C. The Performance of ESG Funds vis-à-vis Non-ESG Funds. *Journal of impact and ESG investing*, 2(4), 96–115. [https://doi: 10.3905/jesg.2022.1.041](https://doi.org/10.3905/jesg.2022.1.041).
- M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, social and governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100019. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100019>
- Morningstar. (2020). *ESG funds setting a record pace for launches in 2020*. <https://www.morningstar.com/funds/esg-funds-setting-record-pace-launches-2020>
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. (2025). Sustainable reality: 2024 semi-annual insights. Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-funds-performance-2024>
- Organização das Nações Unidas. (2025). *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)*. <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>
- Pacto Global – Rede Brasil. (2025). *ESG*. <https://www.pactoglobal.org.br/esg/>
- Pereira, A. C., Silva, G. Z., & Carbonari, M. E. E. (2017). *Sustentabilidade, responsabilidade social e meio ambiente*. São Paulo, SP: Saraiva Educação.
- Pisani, F., & Russo, G. (2021). Sustainable Finance and COVID-19: The Reaction of ESG Funds to the 2020 Crisis. *Sustainability*, 13(23), 13253. <https://doi.org/10.3390/su132313253>
- Plagge, J. C., & Grim, D. M. (2020). Have investors paid a performance price? Examining the behavior of ESG equity funds. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 123-140. DOI: 10.3905/jpm.2020.46.3.123
- PRI. (2025). About the PRI. <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>
- PRI Association. (2019). *Folheto PRI em português / PRI Portuguese brochure 2019*. Principles for Responsible Investment. https://dwtyz6upklss.cloudfront.net/Uploads/e/g/1/pribrochure_portuguese2019_256030.pdf
- Gibson, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P., & Steffen, T. (2022). Do responsible investors invest responsibly? *Review of Finance*, 26(6), 1389–1432. <https://doi.org/10.1093/rof/rfab066>
- Sharpe, W.F., 1966. *Mutual fund performance*. *The Journal of Business*, 39(1), pp.119–138.
- Sharpe, W.F., 1994. *The Sharpe ratio*. *Journal of Portfolio Management*, 21(1), pp.49–58.
- Silva, D. C. D., Oliveira, T. D. M. C., & Pessina, M. E. H. (2025). Evolução dos fundos ESG no Brasil. *RDE-Revista de Desenvolvimento Econômico*, 1(55). <http://dx.doi.org/10.36810/rde.v1i55.9175>
- Silva, S.S., & Iquiapaza, R.A. (2017). Fundos de Investimentos Socialmente Responsáveis e Fundos Convencionais: Existem Diferenças de Desempenho? *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(3), p.4-21. <http://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin>
- Tang, T., Guo, J., Zuo, L., & Lu, L. (2025). ESG fund performance and fund manager trading strategy: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 101167. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2025.101167>
- Voltolini, r. *Vamos falar de ESG?: provocações de um pioneiro em sustentabilidade empresarial*. [s. L.]: Editora Voo, 2021.

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2020). *ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020*. NYU Stern Center for Sustainable Business.