

# ESG, anti-ESG e alocação de capital: um acordo de paz?<sup>1</sup>

Celso Lemme<sup>2</sup>

O termo “ESG”, lançado em 2004 no relatório “Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World”, do The Global Compact, ganhou destaque no início da década de 2020, impulsionado pelo posicionamento de grandes gestores de investimentos. Mais recentemente, observamos o crescimento do movimento “anti-ESG”.

Em vez de se posicionar de um dos lados desse campo de batalha, pode ser mais produtivo pensar sobre os fundamentos da análise ESG, buscando uma agenda positiva para os sistemas socioeconômicos. Um ponto de partida pode ser a observação de três aspectos da ação em sustentabilidade:

1. Decisões baseadas em evidências, fundamento do método científico, em vez de apenas em convicções pessoais e aspectos subjetivos;
2. Conexão com diferentes campos do conhecimento, articulando elementos das ciências naturais e sociais no processo de inovação, fundamental para a implantação de modelos de gestão mais sustentáveis;
3. Interação entre as diferentes formas de capital, de natureza e dinâmica diferentes, com consequentes diferenças na sua avaliação e desenvolvimento. A visão ampliada do conceito de “capital” pode tornar mais eficaz a definição de estratégias empresariais e políticas públicas.

O exame das evidências pode começar pelo relatório “[The Global Risks Report](#)” de 2025, [do World Economic Forum](#), que lista os 10 principais desafios da economia mundial para os próximos 10 anos. Fácil observar que 7 deles estão relacionados a questões ESG.

Passando para a pesquisa acadêmica, o artigo “[The Global Biomass of Wild Mammals](#)”, [publicado em 2023](#) na revista “Proceedings of the National Academy of Sciences”, aponta o forte desequilíbrio de biodiversidade no planeta, que pode afetar importantes sistemas produtivos. Registra que a espécie humana pesa 6 vezes a soma de todos os mamíferos selvagens terrestres e marinhos, sem incluir os rebanhos para alimentação humana e os animais de estimação.

Adicionalmente, o artigo “The Green Transition Dilemma”, publicado em 2025 na revista Ecological Economics, analisa os desafios e trade-offs associados à transição para uma

<sup>1</sup> Artigo publicado em Valor Econômico. Disponível em:

<https://valor.globo.com/empresas/esg/artigo/esg-anti-esg-e-alocacao-de-capital-um-acordo-de-paz.ghtml>

Acessado em 20.02.2025

<sup>2</sup> professor de Finanças e Sustentabilidade Corporativa do Coppead Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) desde 1999. Doutor em Administração, com concentração em Finanças, e Mestre em Engenharia de Produção pela UFRJ. Presidente e membro de Conselhos Consultivos de organizações internacionais e nacionais. Na iniciativa privada, Gerente Geral de Planejamento e Análise Financeira da Aracruz Celulose (atualmente, Suzano Papel e Celulose), com atuação de 1981 a 1994. Anteriormente na Companhia Souza Cruz (atualmente, British American Tobacco Brasil).

economia mais sustentável nos países sul-americanos. Essa análise pode orientar a escolha de caminhos mais consistentes na agenda do desenvolvimento.

Evidências como essas estão disponíveis em incontáveis fontes e formatos. Podemos olhar para elas com serenidade e imparcialidade, evitando o conhecido “viés de confirmação” da economia comportamental, pelo qual costumamos direcionar a atenção apenas para as evidências que confirmam nossas ideias pré-concebidas.

Passando para a conexão com diferentes campos do conhecimento, ela pode ser percebida por todos que se envolvem com inovações sustentáveis. Para implantação de novos modelos de negócios e gestão precisamos lidar com aspectos tecnológicos, legais, econômicos, ambientais e sociais, que requerem profissionais com formações e de áreas de atuação diferentes.

Se olharmos para inovações importantes, como em veículos, fontes de energia e relações de trabalho na economia digital, observaremos sua **complexidade** e a necessidade de examiná-las por diversos ângulos, associados a diferentes áreas de conhecimento.

**Chegando à interação entre diferentes formas de capital, é importante ampliar o conceito de “capital”, usualmente restrito ao capital financeiro (dinheiro) e industrial (equipamentos).** Esta restrição decorreu dos fundamentos da Revolução Industrial do século XVIII, quando capital humano e natural não mereciam muita atenção como fatores limitantes do desenvolvimento. Os séculos que se seguiram mostraram que, para sustentar o desempenho no longo prazo, as organizações precisavam preservar e desenvolver capital natural e humano, da mesma forma que estavam habituadas a fazer com as formas tradicionais de capital.

Esta não tem sido uma tarefa fácil, talvez pelo menor conhecimento que temos sobre formação e avaliação desses dois tipos de capital, cuja dinâmica é diferente daquela do capital industrial. Um equipamento usado por dez anos sofrerá desgaste e obsolescência, com conseqüente perda de valor. **Um profissional qualificado, porém, tem o seu valor aumentado significativamente após dez anos de experiência, em um processo que podemos chamar de “apreciação de capital humano”, em confronto com a tradicional depreciação do capital industrial.** Uma floresta, natural ou industrial, pode se recompor e se expandir, se for deixada em paz durante certo tempo; esta dinâmica do capital natural não encontra paralelo no capital industrial.

Se, no início do século XX, perguntássemos aos empresários sobre os seus **passivos trabalhistas e ambientais**, a pergunta sequer seria entendida. Hoje, esses passivos são fundamentais na avaliação de empresas e projetos. Ao longo dos séculos, empreendimentos de sucesso desapareceram.

Perceber os sinais do futuro é fundamental para gestores e investidores, que precisam escolher entre liderar as mudanças ou ser arrastados por elas. O que será maior: o custo de fazer ou o risco de não fazer?

Vale a pena ler o artigo “The End of ESG”, publicado em 2023 por Alex Edmans na revista Financial Management. Apesar de o título sugerir alinhamento com um dos lados do campo de batalha que mencionei no início deste artigo, o autor conclui que ESG é extremamente importante, mas não tem nada de especial. Importante para o valuation de longo prazo, não é especial por ter a mesma relevância de outros ativos intangíveis que geram retornos financeiros e sociais de longo prazo, como qualidade da gestão, cultura corporativa e inovação. Todos os value drivers merecem atenção, porque queremos ter “boas empresas” e não empresas que são “boas em ESG”.

Não conheço estratégia ESG única que seja adequada para todas as organizações. Cabe a cada uma escolher seu caminho, refletindo sobre prioridades, possibilidades e limitações. Roupa que veste todo mundo, não fica bem em ninguém.