

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

VITOR AUGUSTO SILVA MARTINS

**ANÁLISE DO IMPACTO DA RESOLUÇÃO CVM N°59/2021
NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA DE EMPRESAS
SELECIONADAS POR FUNDOS DE INVESTIMENTOS ASG**

**São Paulo
2025**

VITOR AUGUSTO SILVA MARTINS

**ANÁLISE DO IMPACTO DA RESOLUÇÃO CVM N°59/2021
NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA DE EMPRESAS
SELECIONADAS POR FUNDOS DE INVESTIMENTOS ASG**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia

**São Paulo
2025**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

M386a	<p>Martins, Vitor Augusto Silva</p> <p>Análise do impacto da resolução CVM nº59/2021 na remuneração executiva de empresas selecionadas por fundos de investimentos ASG/ Vitor Augusto Silva Martins- - São Paulo, 2025.</p> <p>41 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais - Regulação. 3. Governança corporativa – Sustentabilidade. 4. Executivos – Salários. 5. Fundos de investimentos. 6. Ações (Finanças).</p> <p>CDD: 658.046</p>
-------	--

Bibliotecária responsável: Jucélia Sousa Oliveira, CRB-8/10603

VITOR AUGUSTO SILVA MARTINS

**ANÁLISE DO IMPACTO DA RESOLUÇÃO CVM Nº59/2021 NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA DE
EMPRESAS SELECIONADAS POR FUNDOS DE INVESTIMENTOS ASG**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Ronaldo Gomes Dultra-de-Lima
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Profª. Drª. Juliana Cristina Milan
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 19 de Setembro de 2025.

Análise do Impacto da Resolução CVM nº59/2021 na Remuneração Executiva de Empresas Relacionadas por Fundos de Investimentos ASG

Vitor Augusto Martins
Mestre em Administração
E-mail: vitor.asmartins@gmail.com

Resumo

Este estudo analisa os efeitos da Resolução CVM nº 59/2021 sobre a remuneração de executivos em companhias brasileiras listadas, selecionadas por fundos de investimento em ações com estratégias ASG, no período de 2021 a 2024. O objetivo central é verificar se a exigência de maior transparência em critérios de sustentabilidade influenciou os mecanismos de incentivo. A pesquisa utiliza dados em painel desbalanceado de 199 empresas, estimados por modelos de efeitos fixos com controles para porte, rentabilidade, estrutura de capital, presença de investidores institucionais e nível de divulgação de práticas ASG. Os resultados indicam que a inclusão explícita de metas ASG nos contratos de remuneração está associada a um aumento significativo da parcela variável paga aos executivos, sugerindo que a norma produziu efeitos concretos nos arranjos de governança. Em contraste, a simples menção a práticas ASG, sem vínculo contratual, não apresentou efeito estatisticamente relevante. Assim, o estudo demonstra que a Resolução CVM 59 atuou como indutora de mudanças institucionais, reforçando a integração entre governança corporativa e sustentabilidade no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Governança corporativa. Remuneração executiva. ASG. Regulação. CVM 59.

Abstract

This study analyzes the effects of CVM Resolution No. 59/2021 on executive compensation in Brazilian listed companies selected by equity investment funds with ESG strategies, covering the period from 2021 to 2024. The main objective is to examine whether the requirement for greater transparency in sustainability criteria influenced incentive mechanisms. The research uses an unbalanced panel of 199 firms, estimated through fixed-effects models with controls for firm size, profitability, capital structure,

presence of institutional investors, and the level of ESG disclosure. The results indicate that the explicit inclusion of ESG targets in compensation contracts is associated with a significant increase in the variable component paid to executives, suggesting that the regulation produced tangible effects on governance arrangements. In contrast, the mere disclosure of ESG practices, without contractual linkage, showed no statistically significant effect. Thus, the study demonstrates that CVM Resolution No. 59 acted as a driver of institutional change, reinforcing the integration between corporate governance and sustainability in the Brazilian capital market.

Keywords: Corporate governance. Executive compensation. ASG. Regulation. CVM 59.

1 Introdução

Nos últimos anos, práticas ligadas a ASGⁱ e o fortalecimento da governança corporativa deixaram de ser um tema periférico e passaram a ocupar posição central nas discussões sobre o futuro das empresas. Cada vez mais, a transparência, a sustentabilidade e a resiliência organizacional são tratadas como condições necessárias para a criação de valor duradouro. Esse movimento reflete não apenas a pressão de investidores e stakeholders por maior responsabilidade socioambiental, mas também um esforço regulatório para alinhar estratégias empresariais a objetivos de longo prazo (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

No Brasil, esse processo ganhou força com marcos regulatórios recentes. A Resolução CVM nº 59/2021 ampliou a exigência de que companhias abertas tragam mais clareza sobre suas práticas de governança e sustentabilidade, incluindo a forma como estruturam a remuneração de seus executivos. Em seguida, normas como a CVM nº 175/2023 — voltada para fundos de investimento com estratégias ASG — e a CVM nº 193/2023 — que aproxima a regulação nacional dos padrões internacionais definidos pelo ISSB (IFRS S1 e S2) — consolidaram esse movimento. Ao reforçar a transparência e a comparabilidade das informações, essas iniciativas recolocam a governança no centro da agenda corporativa e ressaltam o papel da remuneração executiva, entendida não apenas como um instrumento de incentivo, mas também como um elo entre sustentabilidade, desempenho e o compromisso com a transparência (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2023).

Em complemento a esse movimento, os critérios ASG vêm se consolidando como referência não apenas para a gestão interna das empresas, mas também como parâmetro

de acompanhamento de governança pelo mercado financeiro, impulsionados pela atuação dos investidores institucionaisⁱⁱ (Flammer, Toffel, & Viswanathan, 2021; Scatigna, Xia, Zabai, & Zulaica, 2021). Os fundos de investimento têm o papel central de representar o interesse dos investidores e, no Brasil, sob fiscalização da CVM e orientados por diretrizes da ANBIMA, são responsáveis pela seleção de ativos e trazem responsabilidade e zelo ao processo de alocação de capital, estimulando maior transparência e boas práticas por parte das companhias investidas (ANBIMA, 2019; Curtis, Fisch, & Robertson, 2021; Oehmke & Opp, 2024;). Nesse contexto, um dos meios de se averiguar a responsabilidade empresarial é através de sistemas de remuneração executiva, que passaram a ser orientados a incorporar metas não financeiras, o que ajuda a alinhar interesses, reduzir riscos de agência e mitigar comportamentos oportunistas. Evidências recentes (Cohen, Kadach, Ormazabal, & Reichelstein, 2023; Dell'Erba & Ferrarini, 2024; Dell'Erba & Gomtsyan, 2024) apontam que a adoção de métricas ASG nos pacotes de remuneração favorece a estabilidade e o desempenho sustentável das empresas.

Estudos recentes têm buscado compreender de forma mais ampla a relação entre ASG, governança corporativa e remuneração executiva. No contexto internacional, Omri e Ben Mabrouk (2020) e Cohen et al. (2023) destacam que a qualidade da governança é fundamental para que metas ASG produzam resultados concretos e indicam a significativa adesão de empresas nos últimos anos. Já Dell'Erba e Gomtsyan (2024) questionam esse avanço, alertando que a adoção indiscriminada de métricas ASG pode comprometer a estrutura de remuneração. Já no contexto brasileiro, estudos como os de Garcia, Santana, Luz e Tibério (2024) e Silva e Chien (2013), apontam que a relação entre ASG e remuneração executiva permanece pouco transparente e estruturada sobre incentivos frágeis, o que limita sua efetividade como mecanismo de governança. De forma complementar, Grodt, Degenhart, Dal Magro, Ávila e Piccinin (2024) destacam que pacotes de remuneração orientados ao curto prazo tendem a negligenciar métricas de sustentabilidade, comprometendo a integração entre a estratégia empresarial e os objetivos de longo prazo.

Diante desse cenário, a questão central desta pesquisa é: A Resolução CVM 59/2021 influencia o vínculo de metas ASG na remuneração executiva das empresas selecionadas por fundos de investimento no Brasil? A análise concentra-se na remuneração executiva, entendida como um dos principais mecanismos da relação de agência e um canal direto para a materialização de práticas de governança associadas à

agenda ASG. A pesquisa tem como objeto companhias brasileiras de capital aberto que compõem a carteira de fundos de investimento com estratégias sustentáveis entre 2021 e 2024. A amostra final é composta por 199 empresas, observadas por meio de dados extraídos da base da CVM, de documentos oficiais como o Formulário de Referência e da plataforma Economatica, estruturados em um painel desbalanceado. A identificação dos fundos ASG baseou-se na análise documental dos critérios declarados nas políticas de investimento, considerando o uso explícito de métricas ASG como fator de seleção de ativos.

Dessa forma, o objetivo central desta pesquisa é avaliar os efeitos da Resolução CVM 59 sobre os contratos de remuneração executiva de companhias brasileiras listadas, especialmente aquelas selecionadas por fundos ASG. Especificamente, busca-se investigar se a exigência de maior transparência regulatória contribui para a inclusão de metas sustentáveis nos contratos, e em que medida essa vinculação está associada a alterações significativas na composição da remuneração variável. A pesquisa também compara o comportamento de empresas integrantes e não integrantes de portfólios ASG, examinando padrões de adoção de práticas de remuneração sustentável. Além disso, considera-se o efeito de variáveis institucionais e financeiras — como porte, rentabilidade, estrutura de capital, presença de investidores institucionais e grau de disclosure ASG — sobre essa relação. Por fim, por meio de modelos econôméticos aplicados a dados em painel desbalanceado, busca-se identificar se a Resolução CVM 59 atuou como indutor de mudanças institucionais nos arranjos de governança das companhias analisadas.

A relevância do estudo reside na escassez de evidências empíricas sobre os efeitos da CVM 59 nos sistemas de incentivos corporativos, sobretudo em empresas expostas à pressão de fundos ASG. Embora o debate internacional tenha avançado nesse tema, o contexto brasileiro carece de investigações que considerem suas especificidades regulatórias e institucionais. Ademais, a adoção de metas sustentáveis na remuneração executiva segue marcada por práticas heterogêneas, cuja efetividade como instrumento de governança ainda é incerta.

Espera-se que os resultados contribuam para a literatura de governança corporativa e regulação financeira, ao oferecer evidências sobre os impactos concretos da Resolução CVM 59 no desenho contratual da remuneração executiva. Ao distinguir os efeitos entre menções informacionais e cláusulas contratuais explícitas, o estudo poderá

subsidiar decisões de conselhos de administração, gestores de fundos e órgãos reguladores. No plano acadêmico, avança-se na compreensão dos mecanismos de governança no contexto latino-americano. Em termos práticos, os achados poderão apoiar o aprimoramento de políticas de remuneração, promovendo o alinhamento entre incentivos executivos, sustentabilidade e criação de valor de longo prazo.

2 Referencial Teórico

A remuneração executiva e as práticas sustentáveis, no contexto das Resoluções CVM 59 e 175, influenciam diretamente o desempenho financeiro das empresas e sua atratividade para investidores ASG. O fortalecimento da transparência regulatória permite uma melhor avaliação do alinhamento dos incentivos executivos com critérios sustentáveis. Nesse sentido, a CVM tem avançado na supervisão dos riscos de governança e na padronização da divulgação de informações ASG, conforme estabelecido em seu Plano de Ação 2023-2024. Essa iniciativa busca aumentar a confiabilidade e comparabilidade dos dados corporativos, reduzindo assimetrias informacionais e tornando o mercado brasileiro mais competitivo no cenário global. Com isso, o Brasil se posiciona como referência na regulação de finanças sustentáveis, incentivando investimentos responsáveis e impulsionando o crescimento econômico de longo prazo (CVM, 2023).

2.1 Fundos de investimentos e a integração dos critérios ASG

Os investimentos sustentáveis tiveram origem no conceito de *Socially Responsible Investments* (SRI), que priorizava critérios éticos na seleção de ativos e excluía setores considerados prejudiciais, como tabaco e armas (Townsend, 2020). Embora essa abordagem tenha sido pioneira na introdução de valores socioambientais no mercado financeiro, sua aplicação era limitada, pois se baseava majoritariamente em restrições setoriais. Com o tempo, essa estratégia evoluiu para o conceito de ASG, que ampliou a análise para incluir métricas ambientais, sociais e de governança como critérios estratégicos de investimento, permitindo uma avaliação mais abrangente do impacto financeiro e socioambiental das empresas. Dentro desse novo paradigma, surgiram os fundos ASG, que se consolidaram como alternativas atrativas para investidores interessados em alinhar desempenho financeiro e impacto positivo (Amel-Zadeh, & Serafeim, 2018; Pastor, Stambaugh, & Taylor, 2021).

A incorporação de fatores ASG nos fundos de investimento tem se mostrado essencial para equilibrar rentabilidade e sustentabilidade. O relatório “Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World”, lançado em 2004, destaca que empresas que adotam boas práticas ASG podem aumentar seu valor de mercado, mitigar riscos e acessar novos mercados.

A Tabela 1 apresenta a participação dos principais agentes, como empresas, reguladores e agências de *rating*, na integração dos fatores ASG ao processo de decisão de investimentos.

Tabela 1
Fatores ASG x Participantes do mercado

Fatores ASG	Impacto no Processo de Investimento	Impacto no Desempenho Financeiro	Participantes do Mercado
Ambiental	Integração de políticas ambientais nas decisões de investimento	Mitigação de riscos climáticos e regulação, maior eficiência operacional	Empresas, gestores de ativos, reguladores
Social	Consideração de práticas trabalhistas e direitos humanos	Melhoria na reputação, atração de talentos e fidelização de clientes	Investidores institucionais, ONGs, sindicatos
Governança	Adoção de práticas de governança responsáveis	Redução de riscos de corrupção e má administração, maior transparéncia	Conselhos de administração, auditores, acionistas
Investimento ASG	Uso de critérios ASG na análise de investimentos	Retornos mais estáveis e previsíveis	Gestores de fundos, analistas financeiros, investidores
Gestão de Riscos ASG	Identificação e gerenciamento de riscos associados ao ASG	Redução de perdas financeiras e riscos reputacionais	Empresas, agências de rating, reguladores

Nota. Adaptação de Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World, 2024.

Segundo o os ativos sustentáveis atingiram US\$ 30,3 trilhões em 2022, representando um aumento de 20% nos mercados fora dos Estados Unidos. No Brasil, o mercado de fundos ASG tem mostrado crescimento consistente, refletindo o amadurecimento da integração de critérios ambientais, sociais e de governança no setor financeiro. A ANBIMA, principal organização do setor de gestão de investimentos no Brasil, é responsável por promover boas práticas, desenvolver regulamentações e incentivar a adoção de critérios ASG pelos fundos de investimento. Segundo a ANBIMA (2025), o valor total investido em fundos de investimentos é de R\$ 9,8 tri, com crescimento aproximado de 60% na última década. Os fundos que investem exclusivamente em empresas totalizam R\$ 610 bi, que representa 6% do total. Já número

de fundos que investem exclusivamente em empresas ASG mantém o patrimônio aproximado de R\$ 6bi, em 2025.

Esse crescimento reforça a importância dos fundos ASG como veículos estratégicos na alocação de capital sustentável. De acordo com o Guia ASG da ANBIMA (2019), esses fundos desempenham um papel essencial na seleção de ativos, filtrando investimentos com base em critérios ambientais, sociais e de governança. Além disso, a ANBIMA (2021) aponta que 84% das gestoras brasileiras já incorporam fatores ASG na análise de investimentos, enquanto o volume de ativos ASG sob gestão cresceu 300% entre 2016 e 2021. Esse avanço demonstra que os fundos ASG não apenas captam recursos de investidores interessados em impacto sustentável, mas também exercem influência sobre as empresas investidas, incentivando maior transparência e governança corporativa.

A evolução da regulação tem sido um dos principais impulsionadores da transparência e governança dos fundos ASG no Brasil. A Resolução CVM 59 estabeleceu critérios obrigatórios para a divulgação de informações corporativas no Formulário de Referência, incluindo dados sobre remuneração executiva, permitindo aos investidores – incluindo fundos ASG – maior visibilidade sobre as práticas das empresas investidas (CVM, 2021). Posteriormente, a Resolução CVM 175 criou um marco regulatório para os fundos de investimento, determinando diretrizes para sua governança, transparência e prestação de contas (CVM, 2022). Mais recentemente, a Resolução CVM 193 reforçou esse movimento ao exigir que companhias abertas e fundos de investimento divulguem relatórios de sustentabilidade alinhados aos padrões internacionais do ISSB (IFRS S1 e S2), com asseguração independente obrigatória a partir de 2026 (CVM, 2023).

No cenário internacional, a União Europeia implementou o *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), que classifica os fundos ASG de acordo com seu nível de compromisso com a sustentabilidade. Os fundos classificados sob o Artigo 8 promovem características ASG, mas sem um compromisso explícito com impacto sustentável, enquanto os fundos do Artigo 9 seguem critérios mais rigorosos, investindo exclusivamente em ativos sustentáveis. Além disso, os *Principles for Responsible Investment* (PRI), iniciativa apoiada pela ONU, incentivam investidores globais a integrar fatores ASG na análise de risco e na alocação de ativos, reforçando a tendência de regulação crescente no setor de investimentos sustentáveis.

A literatura evidencia efeitos positivos da atuação dos fundos ESG sobre as empresas investidas. Martinez-Meyers, Ferrero-Ferrero e Muñoz-Torres (2024) e mostram que a SFDR induziu melhorias nos scores ESG e reduziu riscos nas carteiras dos fundos sustentáveis, enquanto Curtis, Fisch e Robertson (2021) destacam a ação ativa dos fundos institucionais por meio do voto em assembleias e da exigência de maior transparência nas informações ESG. Nessa linha, Amel-Zadeh e Serafeim (2018) reforçam que investidores institucionais direcionam recursos a empresas com divulgação mais qualificada. Já Oehmke e Opp (2024) demonstram que fundos com mandatos explícitos de impacto podem alterar decisões produtivas corporativas. Em contrapartida, Gibson, Krueger e Schmidt (2019), indicam que a heterogeneidade nas métricas ESG compromete a comparabilidade entre fundos e pode distorcer a alocação eficiente de capital. Já Scheidtza e Busch (2024) acrescentam que, cerca de 40% dos fundos classificados como ASG não seguem estratégias de impacto, o que levanta dúvidas sobre a credibilidade do rótulo e reforça a necessidade de padronização regulatória. Em complemento, Hooghiemstra (2023) e Scatigna, Xia, Zabai e Zulaica (2021) alertam para a postura passiva de alguns fundos, que não exercem pressão efetiva sobre as companhias investidas.

A Tabela 2 apresenta as abordagens dos estudos citados no capítulo.

Tabela 2

Estudos sobre Fundos de investimentos

Fonte	Ano e País da amostra	Objetivo do estudo	Resultados principais
Amel-Zadeh e Serafeim (2018).	2018, Global	Avaliar a importância das informações ASG na decisão de alocação de fundos de investimento.	Fundos ASG priorizam empresas que fornecem informações ASG detalhadas, reforçando a transparência como critério essencial para atração de capital.
Curtis et al. (2021).	2021, Estados Unidos	Examinar o impacto dos fundos ASG na governança corporativa das empresas investidas.	Fundos ASG utilizam seu poder acionário para influenciar empresas via voto em assembleias e exigência de maior transparência.
Flammer et al. (2021).	2021, Global	Avaliar se a presença de fundos ASG acelera a adoção de práticas sustentáveis nas empresas.	Empresas investidas por fundos ASG implementam políticas sustentáveis mais rapidamente.
Gibson, Krueger e Schmidt	2019, Global	Identificar desafios na padronização das métricas ASG e seu impacto na análise de fundos de investimento.	A falta de critérios ASG padronizados dificulta a comparação entre fundos ASG, comprometendo a eficiência da alocação de capital sustentável.

Continua

Conclusão

Fonte	Ano e País da amostra	Objetivo do estudo	Resultados principais
Scatigna et al. (2021).	2021, Global	Analizar o fenômeno do <i>greenwashing</i> e seu impacto na credibilidade dos fundos ASG.	Alguns fundos ASG incluem empresas sem práticas sustentáveis concretas, o que compromete sua confiabilidade e transparência.
Oehmke e Opp (2024).	2024, Global	Examinar como os fundos ASG influenciam o custo de financiamento das empresas investidas.	Empresas com melhor classificação ASG conseguem maiores investimentos.
Hooghiemstra (2023).	2024, Europa	Avaliar o grau de engajamento dos fundos ASG com as empresas investidas.	Percebe-se que nem todos os fundos ASG mantêm uma abordagem ativa em relação às empresas investidas.
Martinez-Meyers et al. (2024).	2024, Europa	Analizar o impacto da SFDR na transparência e no risco ASG dos fundos de investimento.	A SFDR reduziu riscos ASG e incentivou fundos convencionais a adotar melhores práticas sustentáveis.
Scheidtza e Busch (2024).	2024, Europa	Avaliar a efetividade dos critérios de classificação dos fundos ASG na SFDR.	40% dos fundos classificados como Artigo 9 não seguem estratégias de impacto.

2.2 Governança corporativa, remuneração executiva e medidas de desempenho

A governança corporativa desempenha um papel essencial na estruturação das empresas, influenciando a transparência, a responsabilidade corporativa e a criação de valor no longo prazo (Güney, 2017). Além disso, a estrutura de incentivos adotada por uma organização impacta diretamente a relação entre gestores e acionistas. Segundo a Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), a separação entre propriedade e controle pode gerar conflitos de interesse, uma vez que os gestores nem sempre tomam decisões alinhadas ao melhor interesse dos acionistas. Para mitigar esses conflitos, mecanismos como transparência corporativa, monitoramento externo e políticas de remuneração executiva são adotados para alinhar os interesses entre os agentes envolvidos. Nesse sentido, Omri e Mabrouk (2020) destacam que uma governança corporativa sólida, combinada com incentivos adequados, pode reduzir assimetrias de informação e promover maior estabilidade financeira, tornando as empresas mais atrativas para investidores que priorizam critérios ASG.

A remuneração executiva surge, portanto, como um importante instrumento de governança corporativa capaz de incentivar decisões estratégicas sustentáveis e evitar comportamentos oportunistas. O IBGC enfatiza que os incentivos devem estar vinculados a objetivos de longo prazo, garantindo que os executivos sejam recompensados por decisões que favoreçam a sustentabilidade organizacional. Modelos bem estruturados de

remuneração contribuem para a eficiência operacional, conforme demonstrado por Aguiar e Pimentel (2017) e Silva e Chien (2013) que apontam que pacotes de incentivos equilibrados entre curto e longo prazo reduzem riscos de desalinhamento de interesses.

A regulação tem desempenhado um papel fundamental na promoção da transparência e no aprimoramento da governança corporativa. No Brasil, a CVM busca reduzir a assimetria informacional entre empresas e investidores por meio de exigências regulatórias voltadas para a divulgação de informações. A Resolução CVM 59 recomenda que companhias abertas aprimorem a estrutura e a transparência das informações ASG, incluindo indicadores de governança, desempenho financeiro e impactos socioambientais. Além disso, sugere que as empresas esclareçam como práticas sustentáveis são incorporadas à estratégia de negócios e criem canais institucionais para que questões críticas sejam reportadas diretamente ao conselho de administração. Essa recomendação visa aprimorar a supervisão das práticas ASG dentro das organizações e garantir maior previsibilidade aos investidores conforme discutido por Tejedo-Romero e Araújo, 2018.

A transparência na remuneração executiva também tem sido impulsionada por padrões internacionais, especialmente com a adoção do IFRS S2 pelo ISSB. Esse padrão, que entrou em vigor internacionalmente em janeiro de 2024, estabelece novos critérios para a divulgação de informações financeiras relacionadas ao clima. A expectativa é que sua adoção no Brasil seja obrigatória a partir de 2026, alinhando as demonstrações corporativas nacionais às diretrizes globais. Essa convergência reforça a necessidade de aprimoramento dos processos de governança e transparência, incluindo o que se refere à remuneração dos executivos e sua relação com metas ASG. A Tabela 3 destaca as principais resoluções da CVM, demais contribuições que indiquem boas práticas nacionais e as normas internacionais que impactam diretamente a governança corporativa no Brasil e o contexto global.

Tabela 3
Regulações Globais ASG

Normativa	Ano	Descrição	Impacto nas Práticas ASG
Resolução CVM 59	2021	Apresenta recomendações para que empresas listadas publiquem no formulário de referência, informações que tratem de práticas de governança corporativa e sustentabilidade.	Aumenta a transparência e acessibilidade das informações ASG. Os itens, 1.6, 1.9, 2.1, 7.2 e 8.1, são associados a critérios ASG.
Resolução CVM 193	2023	Alinha a divulgação de informações financeiras de sustentabilidade com o padrão internacional do ISSB.	Promove maior consistência e comparabilidade nas informações ASG.
Resolução CVM 175	2023	Estabelecer diretrizes abrangentes para a constituição e gestão de fundos de investimento, incluindo ASG.	Reforça a necessidade de explicitar objetivos sustentáveis nos regulamentos dos fundos e utilizar métricas ASG para monitoramento contínuo.
IFRS S1 e S2 (ISSB)	2024	S1, estabelecer requisitos gerais para divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade. S2, estabelece padrões globais de divulgação sobre riscos climáticos.	A IFRS S1 e S2 promovem maior transparência sobre riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade e riscos climáticos, destacando a governança como elemento-chave.
NBC TDS 1 e 2	2024	A NBC TDS 1 orienta a elaboração do relato integrado. A NBC TDS 2 apresenta diretrizes para a divulgação dos impactos econômicos, sociais e ambientais das organizações.	Exige relatórios detalhados sobre práticas de sustentabilidade, aumentando a transparência e alinhando-se aos padrões globais.

O trabalho de Edmans (2011) demonstrou que estruturas de remuneração orientadas para o longo prazo reduzem o foco excessivo em resultados trimestrais, favorecendo decisões corporativas mais consistentes com a criação de valor sustentável. Essa perspectiva ganha relevância diante da incorporação progressiva de métricas ASG nos pacotes de remuneração executiva, refletindo o esforço crescente de conselhos e reguladores para reforçar o alinhamento estratégico de gestores com objetivos de longo prazo (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Nesse debate, Omri e Ben Mabrouk (2020) ressaltam que a qualidade da governança é condição essencial para que metas ASG gerem efeitos concretos, enquanto Cohen et al. (2023) documentam a rápida expansão da adoção dessas métricas nos últimos 20 anos, ainda que os ganhos se concentrem sobretudo em avanços de sustentabilidade, sem evidências robustas de retorno financeiro imediato. Em paralelo, Sheehan, Vaidyanathan, Fox e Klassen (2022) lembram que a ausência de padrões claros para definir e avaliar indicadores ASG compromete a comparabilidade entre empresas e amplia a incerteza quanto à eficácia dos incentivos vinculados à sustentabilidade.

Estudos mais recentes têm buscado quantificar os efeitos da inclusão de métricas ASG nos contratos de remuneração. Dell’Erba e Ferrarini (2024) argumentam que esse vínculo pode reforçar os mecanismos de governança, ao ampliar a responsabilização dos executivos e a transparência das práticas corporativas. De maneira complementar, Grodt et al. (2024) evidenciam, a partir de empresas brasileiras, que a inclusão de variáveis ASG pode aumentar a sensibilidade da remuneração ao desempenho de mercado, contribuindo para mitigar conflitos de agência. Como contraponto, Dell’Erba e Gomtsyan (2024) e Hooghiemstra (2023) alertam que a adoção indiscriminada de metas e a falta de padronização na divulgação podem diluir os incentivos e comprometer sua efetividade, evidenciando que a integração de ASG na remuneração executiva exige critérios bem definidos, contexto adequado e governança robusta para alcançar resultados consistentes.

De forma complementar, parte da literatura brasileira buscou associar a remuneração executiva diretamente ao desempenho financeiro das companhias, ainda que os resultados permaneçam pouco consistentes. Krauter (2013), ao analisar uma amostra de empresas não financeiras listadas na B3, encontrou correlações positivas entre remuneração e indicadores como ROA e ROE, sugerindo que pacotes de incentivo podem refletir a rentabilidade e o crescimento das firmas em horizontes de curto prazo. Fernandes e Mazzioni (2015), por sua vez, ao investigarem instituições financeiras, identificaram que essa relação não é uniforme: varia conforme o setor e a estrutura de governança, indicando que o contexto organizacional influencia de maneira decisiva a sensibilidade da remuneração ao desempenho. Mais recentemente, Garcia et al. (2024) ampliaram a análise para o conjunto de empresas do Ibovespa entre 2010 e 2019 e não encontraram evidências estatisticamente significativas de correlação entre remuneração e desempenho, reforçando a percepção de que esse vínculo permanece frágil e pouco estruturado como mecanismo de governança no Brasil.

Apesar dos desafios, a incorporação de métricas ASG em sistemas de remuneração reflete uma tendência global de transformação na governança corporativa. Com a entrada em vigor do IFRS S2 e a ampliação das exigências regulatórias no Brasil — como as resoluções CVM 59 e 193 — espera-se maior transparência sobre os vínculos entre remuneração e sustentabilidade. Ainda assim, o sucesso dessa transição dependerá da capacidade das organizações em desenvolver indicadores ASG mensuráveis, auditáveis e alinhados a sua estratégia de negócios.

A Tabela 4 sintetiza as contribuições dos trabalhos até aqui considerados.

Tabela 4
Referências ASG, Governança e Remuneração Executiva

Fonte	Ano e País da amostra	Objetivo do estudo	Resultados principais
Jensen e Meckling (1976)	1976, Teoria geral	Desenvolver a teoria dos custos de agência e sua relação com a estrutura de propriedade das empresas.	Os custos de agência surgem da separação entre controle e propriedade e podem ser mitigados por mecanismos de governança e incentivos.
Edmans (2011)	2011, Internacional	Avaliar o impacto de incentivos de longo prazo sobre o comportamento dos gestores e a performance das empresas.	Remuneração executiva baseada em longo prazo reduz priorização excessiva de ganhos imediatos e favorece decisões estratégicas sustentáveis.
Krauter (2013)	2013, Brasil	Analizar a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro, considerando indicadores como ROA e ROE.	Identificou correlação positiva entre remuneração e desempenho, indicando que incentivos bem estruturados podem gerar valor para a empresa.
Eccles, Ioannou e Serafeim, (2014)	2014, Internacional	Investigar se empresas que integram fatores ASG em seus pacotes de remuneração apresentam melhor desempenho.	Empresas que incorporam métricas ASG na remuneração executiva tendem a apresentar melhor desempenho financeiro.
Silva e Chien (2013)	2017, Brasil	Avaliar como pacotes de incentivos influenciam o comportamento dos executivos.	Remuneração executiva bem estruturada pode alinhar interesses entre gestores e acionistas, reduzindo riscos de decisões oportunistas.
Aguiar e Pimentel (2017)	2017, Brasil	Investigar a influência da estrutura de incentivos sobre a eficiência operacional das empresas.	Modelos de remuneração executiva equilibrados entre curto e longo prazo promovem melhor alocação de recursos e eficiência operacional.
Grodt et al. (2024)	2024, Internacional	Avaliar o papel das métricas ASG na remuneração executiva e seu impacto sobre a performance organizacional.	A inclusão de variáveis ASG pode moderar os efeitos da remuneração sobre o desempenho, reduzindo riscos de curto prazo e aumentando a resiliência financeira.
Garcia et al. (2024)	2024, Brasil	Analizar a relação entre remuneração executiva e desempenho financeiro em empresas do Ibovespa.	Não encontraram correlação estatisticamente significativa entre remuneração e desempenho financeiro, sugerindo que outros fatores influenciam essa relação.
Dell'Erba e Ferrarini (2024)	2024, Europa	Examinar a relação entre remuneração executiva e sustentabilidade nas maiores empresas europeias.	A integração de métricas ASG na remuneração executiva está em crescimento, mas sua eficácia depende de fatores como governança corporativa e transparéncia na formulação dos incentivos.
Dell'Erba e Gomtsyan (2024)	2024, Global	Analizar a eficácia da vinculação da remuneração executiva a métricas ASG.	A adoção indiscriminada de métricas ASG na remuneração executiva pode gerar incentivos desalinhados.

2.3. Hipóteses do Estudo

A Resolução CVM 59 estabelece diretrizes que reforçam a transparência na remuneração dos administradores, inclusive quanto à vinculação a metas ESG. Essa diretriz normativa, somada às contribuições da literatura teórica e aos achados empíricos recentes sobre incentivos, desempenho e sustentabilidade corporativa (Edmans, 2011; Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014; Dell'Erba & Ferrarini, 2024; Grodt et al., 2024; Hooghiemstra, 2023; IBGC, 2023; Garcia et al., 2024), fundamenta a formulação das três hipóteses centrais deste estudo. Parte-se da premissa de que a inclusão de metas ESG na remuneração variável, o grau de disclosure e a presença em fundos de investimento sustentáveis influenciam os vínculos entre incentivos, desempenho financeiro e governança corporativa no contexto brasileiro.

Hipótese 1 (H_1) — Efeito das metas ASG: Empresas que vinculam formalmente a remuneração executiva a metas ASG apresentam incremento da remuneração executiva.

A literatura sugere que a adoção de cláusulas contratuais explícitas vinculando metas ASG aos pacotes de remuneração fortalece o alinhamento entre desempenho de longo prazo e incentivos dos gestores (Edmans, 2011; Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Essa vinculação também é interpretada como uma prática avançada de governança, que reduz riscos de agência e favorece decisões estratégicas sustentáveis (IBGC, 2023). Estudos empíricos recentes (Dell'Erba & Ferrarini, 2024; Grodt et al., 2024) apontam que a inclusão de métricas ASG nos contratos está associada a maior sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho, contribuindo para arranjos mais robustos de governança.

Hipótese 2 (H_2) — Divulgação ASG: Divulgação de práticas ASG resulta em incremento na remuneração executiva.

A divulgação voluntária de práticas ASG tem sido tratada como mecanismo de sinalização organizacional (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014), especialmente em ambientes regulatórios em transição. Ao explicitar seu compromisso com temas socioambientais, a empresa busca atrair capital de longo prazo e reduzir riscos reputacionais e regulatórios (Hooghiemstra, 2023). Ainda que parte da literatura critique a eficácia do disclosure não vinculante (Dell'Erba & Gomtsyan, 2024), há indícios de que empresas com maior transparência ASG também investem em sistemas de incentivo mais sofisticados, refletindo maior remuneração executiva.

Hipótese 3 (H₃) — Influência dos Fundos ASG: Empresas com maior presença em fundos de investimento de ações ASG apresentam alterações na remuneração executiva.

Fundos com mandatos ASG atuam como agentes de monitoramento e influência sobre as empresas investidas, exigindo maior transparência e alinhamento entre estratégia e sustentabilidade (Curtis, Fisch & Robertson, 2021; Flammer, Toffel, & Viswanathan, 2021). A literatura indica que tais investidores podem pressionar as companhias a adotar métricas ASG tanto em suas operações quanto em seus sistemas de remuneração (Oehmke & Opp, 2024). No contexto brasileiro, esse efeito tende a se intensificar em razão das novas exigências regulatórias, o que justifica a expectativa de mudanças nos pacotes de remuneração executiva de empresas com maior exposição a esses fundos.

3 Metodologia

Este estudo adota uma abordagem quantitativa para investigar a relação entre a remuneração executiva e a adoção de práticas ASG por empresas brasileiras investidas por fundos identificados como sustentáveis. A análise empírica foi por meio de modelos de regressão com dados em painel desbalanceado, permitindo controlar simultaneamente efeitos individuais não observáveis e variações ao longo do tempo. Tal abordagem é recomendada em estudos que envolvem múltiplas empresas observadas em diferentes períodos, como apontam Grodt et al. (2024) e Garcia et al. (2024), que utilizaram modelos semelhantes para analisar o impacto de variáveis ASG sobre remuneração e desempenho.

Este tipo de modelagem apresenta-se adequado ao trabalho, pois lida com heterogeneidades, como estrutura de governança e composição acionária e com variações temporais associadas a mudanças regulatórias, como a Resolução CVM 59. Além disso, modelos com efeitos fixos serão avaliados com base no teste de Hausman e VIF.

3.1 Amostra da análise

A amostra é composta por 199 empresas brasileiras de capital aberto, selecionadas com base em sua presença nos portfólios de fundos de investimento com estratégia ESG. Para garantir a padronização e a comparabilidade das informações, a seleção foi realizada a partir da base pública da ANBIMA, acessada em junho de 2025, disponível em: <https://data.anbima.com.br/datasets/fundos-175-caracteristicas-publico/detalhes>. Foram considerados apenas fundos de renda variável, com gestão ativa (não indexados),

domiciliados no Brasil e com identificação explícita de alinhamento à estratégia ESG, conforme classificação da própria ANBIMAⁱⁱⁱ.

Após a seleção dos fundos, os portfólios foram detalhados com base nas informações de composição disponibilizadas pela plataforma “Comdinheiro”. A Tabela 5 apresenta a quantidade de fundos e Patrimônio Líquido^{iv} de cada ano da análise.

Tabela 5
Fundos identificados como ASG entre 2021 e 2024

Ano	Quantidade de Fundos ^v	Patrimônio R\$	Quantidade Empresas
2021	40	8 bi	184
2022	41	5,5 bi	178
2023	42	5,8 bi	170
2024	45	5,7 bi	170

Apesar de o objetivo central deste trabalho não ser a análise detalhada dos portfólios dos fundos de investimento, algumas características da amostra merecem destaque. Foram consideradas todas as 199 empresas que em algum momento, entre 2021 e 2024, compuseram a carteira dos fundos ESG selecionados. Dentre elas, 21 passaram por fusões ou outros atos societários relevantes e tiveram seus dados ajustados; em 2021, 14 empresas não estavam presentes em nenhum dos fundos analisados, número que aumentou para 31 em 2024. Verificou-se ainda que algumas companhias em Recuperação Judicial chegaram a integrar fundos em 2021, mas deixaram de receber alocações ao longo do período. Por outro lado, em 2021 havia 81 empresas com presença recorrente em dez ou mais portfólios, enquanto em 2024 esse número cresceu marginalmente para 83.

3.2 Construção das variáveis

Para verificação das hipóteses de pesquisa, utilizou-se o Formulário de Referência da CVM de todas as empresas selecionadas para os anos de 2021, 2022, 2023 e 2024. Utilizou-se especialmente dos itens 1.9 e 8.1^{vi}, que desempenham papel central na análise do presente estudo. O item 1.9 trata da menção genérica a fatores ambientais, sociais e de governança, sem, contudo, especificar como tais fatores se integram à remuneração ou à estratégia corporativa. Já o item 8.1 é mais específico, pois permite identificar se existe efetivamente um vínculo entre os critérios ASG e a remuneração dos administradores.

a) Índice de Vinculação Remuneratória ASG (FREREM)

Com o objetivo de mensurar a formalização da integração ASG na remuneração executiva, elemento central para avaliar os efeitos da CVM 59, criamos a variável dummy

FREREM, a partir da variável ORD_FREREM, disponibilizada no Apêndice A. As informações foram obtidas originalmente no Formulário de Referência, que trata da política de remuneração dos administradores. Recebe valor 1 quando, em algum momento da análise, a empresa menciona de forma explícita à vinculação da remuneração variável dos executivos a metas de desempenho associadas a critérios ASG; caso contrário, assume o valor 0.

b) Índice de divulgação ASG (FREASG)

A variável FREASG é do tipo binária e foi derivada do item 1.9 do Formulário de Referência, que trata das práticas de responsabilidade socioambiental e governança da companhia. Assume valor 1 quando a empresa declara, de forma objetiva, possuir algum tipo de disclosure relacionado a aspectos ASG; caso contrário, o valor é 0.

Essa variável busca captar o compromisso declaratório da firma com a agenda ASG, ainda que desvinculado de mecanismos contratuais de incentivo.

c) Índice de presença em fundos de investimentos ASG (FUNDOS)

A variável contínua FUNDOS corresponde ao número total de fundos de investimento com estratégia ASG que alocaram recursos na companhia durante o período analisado. Esta variável tem o intuito de avaliar se há evidência de pressão institucional por práticas sustentáveis.

d) Variável dependente e demais variáveis de controle

Consideramos para a variável dependente a remuneração total variável dos executivos, ainda que também tenhamos feitos testes com a remuneração total, que apresentou resultados semelhantes, preferimos a remuneração total variável dado que esta apareça de forma mais recorrente nos Formulários de Referência. Em geral, é nesse componente que as empresas mencionam a incorporação de métricas ASG, seja por meio de bônus anuais, participação nos lucros e resultados, planos de incentivo de longo prazo ou instrumentos baseados em ações, como stock options. Embora não exista normativo que obrigue a vinculação de critérios ASG a pagamentos variáveis, a própria estrutura do Formulário de Referência oferece um enquadramento oficial e objetivo. A Tabela 6 apresenta o conjunto de variáveis a serem utilizadas no desenvolvimento das hipóteses.

Tabela 6
Variáveis para modelo econométrico

Variável dependente	Operacionalização	Fonte	Autores
REMVAR	LN do valor total da remuneração variável dos executivos no ano.	Formulário de Referência (CVM)	Garcia et al. (2024); Aguiar e Pimentel (2017); Krauter (2013)
REMVAR	LN do valor total da remuneração variável dos executivos no ano.	Formulário de Referência (CVM)	Garcia et al. (2024); Aguiar e Pimentel (2017); Krauter (2013)
FREASG	Indicação de práticas ASG no FRE. Se 1, há menção a indicadores ASG; 0 caso contrário.	Formulário de Referência (CVM)	Construção própria; Dell'Erba e Ferrarini (2024)
FREREM	Remuneração executiva com vínculo ASG. Se 1 a empresa, em qualquer período, apresentou vínculo ASG explícito no FRE; 0 caso contrário.	Formulário de Referência (CVM)	Construção própria
FUNDOS	Quantidade de Fundos que investiram na empresa por ano.	Comdinheiro	Construção Própria
Variáveis de controle			
VMERC	LN do valor de mercado da empresa.	Economatica®	Garcia et al. (2024)
ALAVANC	LN do total de passivos dividido pelo patrimônio líquido, representado pela alavancagem.	Economatica®	Garcia et al. (2024)
ROA	Lucro líquido dividido pelo ativo total (%).	Economatica®	Aguiar e Pimentel (2017); Garcia et al. (2024); Grodt et al. (2024)

3.3 Modelo econômétrico

Para mensurar a relação entre a remuneração variável e o vínculo à critérios ASG, são utilizados modelos de regressão com dados em painel desbalanceado com efeitos fixos. As equações são:

Modelo 1:

$$\begin{aligned} REMVAR_{i,t} = & \beta_1 FREASG_i + \beta_2 FREREM_i + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 ALAVANC_{i,t} \\ & + \beta_5 VMERC + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Modelo 2: Inclusão da variável “FUNDOS”

$$\begin{aligned} REMVAR = & \beta_1 FREASG_i + \beta_2 FREREM_i + \beta_3 FUNDOS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\ & + \beta_5 ALAVANC_{i,t} + \beta_6 VMERC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

A base de dados é em painel desbalanceado, composta por 199 empresas entre 2021 e 2024 (796 observações). Para estimação utilizou-se o estimador de efeitos fixos com erros padrão robustos e realizou-se teste VIF e de Hausman.

4 Análise Exploratória dos Dados

No presente estudo, a amostra é composta por 199 companhias listadas na B3, distribuídas de acordo com os segmentos de governança corporativa^{vii}. Conforme a Tabela 7, a maioria (160 empresas, ou 80,4% do total) está no Novo Mercado, refletindo a preferência das companhias por sinalizar maior compromisso com transparência e proteção aos acionistas. Os demais segmentos têm participação bem menor: Nível 1 com 9,55%, Nível 2 com 7,04% e 3,02% permanecendo no segmento Tradicional. Essa distribuição reforça o papel do Novo Mercado como principal referência de boas práticas na B3 e fornece uma base relevante para explorar como diferentes estruturas de governança se relacionam com a remuneração executiva e com critérios ASG.

Tabela 7
Distribuição das empresas por governança e setor

GC B3	Empresas	% do Total
BOLSA	6	3,02%
BOVESPA NÍVEL 1	19	9,55%
BOVESPA NÍVEL 2	14	7,04%
NOVO MERCADO	160	80,40%
TOTAL	199	100%

Já a variável FREASG – Tabela 8, apresenta evolução em todos anos avaliados. Em 2021, 65% das empresas já divulgavam informações ASG; em 2022, esse percentual cresce para 69,3%. No entanto, os valores se estabilizam nos dois anos seguintes, indicando um platô próximo a dois terços da amostra — e revelando que cerca de 30% das companhias seguem sem divulgação estruturada.

Tabela 8
Análise FREASG = 1

Ano	FREASG = 1	Total	%
2021	129	199	64,8%
2022	138	199	69,3%
2023	138	199	69,3%
2024	138	199	69,3%

A variável FREREM, é originada a partir da variável ORD_FREREM (discutida no apêndice A), que indica peso entre 0 e 3 para o nível de detalhamento da remuneração executiva expressa no FRE. O valor 0 representa que não há vínculo ASG explícito, enquanto 3 apresenta o nível máximo de detalhamento. Nessa linha, a Tabela 9 revela mudanças importantes percebidas no decorrer dos anos.

Em 2021, apenas 8% das empresas indicavam algum nível de vinculação, com predominância no nível 0. Em 2022, o percentual sobe para 13,6%, refletindo, possivelmente, movimentos preparatórios ao novo marco regulatório. Já a partir de 2023, após a entrada em vigor da Resolução CVM 59, observa-se uma inflexão. São classificadas 124 empresas com ORD_FREREM a partir do número 1, o que corresponde a 62,3% da amostra, sendo que 89 dessas empresas, equivalentes a 44,7% atingem os níveis 2 ou 3 — sinalizando a presença de critérios ASG nos planos de remuneração. Em 2024, os valores se estabilizam, sugerindo consolidação do novo padrão.

Tabela 9
Evolução temporal da variável ORD_FREREM

Ano	0	1	2	3	Total
2021	183	0	7	9	199
2022	172	0	11	16	199
2023	75	35	57	32	199
2024	75	35	57	32	199

A Tabela 10 apresenta a distribuição das empresas listadas por segmento de governança da B3 segundo a ORD_FREREM, organizados por ano. A evolução é especialmente visível nos segmentos com maior exigência de governança, como o Novo Mercado, que passa de 13 companhias em 2021 para mais de 65 em 2023. Já segmentos menos restritivos (Bolsa, Nível 1 e Nível 2) apresentam crescimento consistente, mas partindo de bases menores e com variação significativa ano a ano. Em síntese, os dados sugerem que a incorporação de metas ASG na remuneração é uma tendência crescente e que a adesão é mais acelerada entre empresas submetidas a padrões de governança mais elevados.

Tabela 10
Indicação ASG na remuneração executiva por segmento e ano

Ano	GC B3	0	1	2	3	Total
2021	BOLSA	5	0	0	1	6
	NIVEL 1	17	0	0	2	19
	NIVEL 2	14	0	0	0	14
	NOVO MERCADO	147	0	7	6	160
	Total	183	0	7	9	199
2022	BOLSA	4	0	1	1	6
	NIVEL 1	17	0	0	2	19
	NIVEL 2	11	0	3	0	14
	NOVO MERCADO	140	0	7	13	160
	Total	172	0	11	16	199
2023	BOLSA	0	2	3	1	6
	NIVEL 1	8	1	4	6	19
	NIVEL 2	5	1	7	1	14
	NOVO MERCADO	62	31	43	24	160
	Total	75	35	57	32	199
2024	BOLSA	0	2	3	1	6
	NIVEL 1	8	1	4	6	19
	NIVEL 2	5	1	7	1	14
	NOVO MERCADO	62	31	43	24	160
	Total	75	35	57	32	199

Ao avaliarmos a variação da remuneração total dos executivos, é possível perceber uma trajetória ascendente no decorrer dos anos, vide Tabela 11. Todos os níveis de governança apresentaram variação recorrentemente positiva em relação ao ano anterior. De forma semelhante, a remuneração total variável, também segue uma trajetória ascendente, porém mais errática, conforme Tabela 12.

Tabela 11
Variação da remuneração executiva total

GC B3	Δ% 2022/2021	Δ% 2023/2022	Δ% 2024/2023
BOLSA	1,28%	0,14%	2,62%
BOVESPA NIVEL 1	0,45%	1,07%	0,94%
BOVESPA NIVEL 2	0,20%	0,89%	1,86%
NOVO MERCADO	0,93%	0,11%	1,72%
Total Geral	0,84%	0,26%	1,68%

Tabela 12

Variação da remuneração executiva variável

GC B3	Δ% 2022/2021	Δ% 2023/2022	Δ% 2024/2023
BOLSA	2,22%	-0,20%	3,14%
BOVESPA NIVEL 1	0,23%	1,43%	1,53%
BOVESPA NIVEL 2	-0,03%	-4,90%	2,99%
NOVO MERCADO	2,23%	-0,28%	3,95%
Total Geral	1,87%	-0,42%	3,62%

Agora considerando as variáveis de controle, começamos a análise a partir do ROA: A evolução do ROA médio por quartis e segmentos de governança da B3 entre 2021 e 2024 mostra que todos os níveis foram afetados por perdas, embora em intensidade diferente. Nos quartis superiores (Q4), o desempenho caiu de forma generalizada: empresas do Nível 1 reduziram o ROA médio de 28,0% em 2021 para 11,3% em 2024, enquanto o Novo Mercado apresentou uma trajetória menos acentuada, passando de 14,5% para 15,6%, mas ainda evidenciando queda frente ao patamar inicial. Nos quartis inferiores (Q1), o cenário é de forte instabilidade, com destaque negativo para o Nível 2, que chegou a -20,6% em 2024. Já nos quartis intermediários (Q2 e Q3), os resultados foram relativamente estáveis, ainda que em níveis modestos, com o Novo Mercado mantendo variações menores ao longo do período. Em síntese, embora o Novo Mercado também tenha registrado recuo, sua performance mostrou maior regularidade em comparação aos demais segmentos, sugerindo que práticas de governança mais rígidas atenuam, mas não eliminam, os efeitos de queda de rentabilidade.

Tabela 13

Evolução dos Quartis de ROA Médio por segmento de governança e por ano

Quatil ROA/ GC B3	ROA 2021	ROA 2022	ROA 2023	ROA 2024
Q1	-8,5%	-3,4%	-11,4%	-9,7%
BOLSA	1,1%	-0,3%	-17,4%	-1,4%
BOVESPA NIVEL 1	-23,7%	-4,3%	-9,4%	-5,9%
BOVESPA NIVEL 2	-2,8%	-5,4%	-7,2%	-20,6%
NOVO MERCADO	-	-	-	-10,6%
Q2	3,4%	1,9%	1,7%	1,6%

Continua

Quatil ROA/ GC B3	ROA 2021	ROA 2022	ROA 2023	Conclusão ROA 2024
BOLSA	4,3%	2,5%	1,4%	-
BOVESPA NIVEL 1	3,0%	1,1%	1,0%	0,9%
BOVESPA NIVEL 2	3,1%	1,8%	2,2%	1,9%
NOVO MERCADO	3,1%	1,9%	1,9%	1,7%
Q3	7,4%	5,7%	5,5%	5,3%
BOLSA	7,9%	4,3%	4,1%	5,1%
BOVESPA NIVEL 1	7,7%	6,1%	5,7%	5,6%
BOVESPA NIVEL 2	7,1%	6,6%	6,1%	4,7%
NOVO MERCADO	6,8%	5,6%	5,9%	5,4%
Q4	21,4%	16,7%	12,7%	12,3%
BOLSA	24,6%	14,8%	11,7%	9,4%
BOVESPA NIVEL 1	28,0%	21,9%	12,7%	11,3%
BOVESPA NIVEL 2	18,2%	16,0%	11,9%	12,5%
NOVO MERCADO	14,5%	14,1%	14,2%	15,6%

A evolução da alavancagem revela comportamentos bastante distintos entre os segmentos de governança. Enquanto o Novo Mercado apresentou crescimento contínuo, com variações moderadas de 3,3% em 2022/2021, 2,7% em 2023/2022 e 3,6% em 2024/2023, os demais níveis oscilaram de forma mais irregular. O Nível 1 seguiu um padrão de baixo dinamismo, quase estável, enquanto o Nível 2 destoou completamente: depois de uma queda acentuada de -4,7% em 2022/2021, saltou para 9,9% e, em seguida, para impressionantes 16,4% em 2024/2023. Esse avanço sugere um aumento expressivo no endividamento das empresas do Nível 2, possivelmente refletindo maior fragilidade financeira ou estratégias mais agressivas de financiamento. Já no agregado, a tendência foi de leve crescimento, mas marcada pela disparidade entre segmentos — com o Novo Mercado mantendo trajetória consistente e o Nível 2 assumindo maior risco.

Tabela 14

Variação da alavancagem por nível de governança

GC B3	Δ% 2022/2021	Δ% 2023/2022	Δ% 2024/2023
BOLSA	-0,3%	0,8%	4,1%
BOVESPA NIVEL 1	-2,5%	1,6%	0,5%
BOVESPA NIVEL 2	-4,7%	9,9%	16,4%
NOVO MERCADO	3,3%	2,7%	3,6%
Total Geral	1,8%	-0,42%	3,6%

No caso do valor de mercado (Tabela 15) os resultados mostraram um movimento bem mais uniforme entre os segmentos. De 2022 para 2021 houve queda generalizada próxima de -1%, seguida de leve recuperação em 2023, e nova retração em 2024, quando todas as categorias voltaram a registrar perdas em torno de -2%. O Novo Mercado, apesar

de reunir a maioria das empresas listadas, não conseguiu escapar dessa tendência, acompanhando de perto as variações médias do mercado. O Nível 2, novamente, aparece como o mais volátil: foi o que mais se recuperou em 2023 (+2,1%), mas também o que mais perdeu em 2024 (-2,6%). Já a Bolsa e o Nível 1 mantiveram oscilações menores, quase coladas à média geral. O quadro sugere que, ao contrário da alavancagem, onde os segmentos se diferenciam bastante, o valor de mercado segue uma lógica mais sistêmica, com as empresas se movendo em bloco diante das condições de mercado.

Tabela 15

Variação do Valor de Mercado por nível de governança

GC B3	Δ% 2022/2021	Δ% 2023/2022	Δ% 2024/2023
BOLSA	-1,1%	0,8%	-2,2%
BOVESPA NIVEL 1	-0,9%	0,8%	-1,2%
BOVESPA NIVEL 2	-1,4%	2,1%	-2,6%
NOVO MERCADO	-1,3%	0,9%	-2,1%
Total Geral	-1,2%	1,0%	-2,1%

De forma complementar, vale analisar, via Tabela 16, apenas as empresas que não incorporaram métricas ASG na remuneração executiva entre 2024/2021 e percebe-se um padrão claro de desalinhamento entre remuneração e desempenho. No total da amostra (110 empresas), a remuneração cresceu em média 3,1%, com destaque para a parte variável, que avançou 4,1%, enquanto o ROA recuou -3,5%. Ou seja, mesmo em cenário de queda de desempenho, os executivos continuaram recebendo aumentos.

Nos quartis mais baixos (Q1), esse contraste é ainda mais nítido: o ROA caiu -8,5%, mas a remuneração variável aumentou 5,4%. No Novo Mercado, que concentra 32 empresas desse quartil, a queda no ROA chegou a -10,0%, mas a remuneração ainda subiu 3,0% no total e 5,3% na parcela variável. No extremo oposto, em um caso isolado do Nível 2, o resultado foi atípico, com aumento expressivo de 49,1% no ROA acompanhado de alta na remuneração total (3,9%) e variável (6,5%).

Nos quartis intermediários (Q2 e Q3), os resultados mostram estabilidade do lado do desempenho, mas a lógica de reajuste da remuneração se mantém. No Q2, por exemplo, o ROA praticamente não se alterou (-1,3%), enquanto a remuneração total cresceu 2,6%. Já no Q3, com queda de -1,7% no ROA, a remuneração aumentou 2,9%. Por fim, no quartil superior (Q4), o quadro é heterogêneo: no Novo Mercado, que reúne 19 empresas, o ROA subiu 2,4%, acompanhando a elevação da remuneração (3,3% no total e 4,4% na variável). Mas no Nível 1, com apenas duas companhias, houve queda

abrupta do ROA (-25,8%) sem correção proporcional na remuneração, que ainda cresceu 4,0%.

Esses resultados apresentam a ideia de que, na ausência de métricas ASG, os pacotes de remuneração executiva seguem uma trajetória quase inercial: crescem independentemente do desempenho operacional.

Tabela 16

Variação Remuneração e ROA (2024/2021) para ORD_FREREM=0

Quartis ROA/ GC B3	Empresas	Δ% Rem total	Δ% Rem variável	Δ% ROA
Q1	34	3,10%	5,40%	-8,50%
BOLSA	1	4,30%	4,70%	-15,90%
BOVESPA NIVEL 2	1	3,90%	6,50%	49,10%
NOVO MERCADO	32	3,00%	5,30%	-10,00%
Q2	22	2,60%	2,50%	-1,30%
BOVESPA NIVEL 1	3	1,90%	3,90%	-0,40%
BOVESPA NIVEL 2	2	1,00%	0,90%	-10,50%
NOVO MERCADO	17	2,90%	2,40%	-0,40%
Q3	31	2,90%	3,20%	-1,70%
BOLSA	1	2,60%	6,40%	-18,40%
BOVESPA NIVEL 1	4	2,10%	1,90%	-6,30%
BOVESPA NIVEL 2	1	0,40%	0,00%	-0,50%
NOVO MERCADO	25	3,10%	3,40%	-0,40%
Q4	23	3,60%	4,90%	-0,40%
BOVESPA NIVEL 1	2	4,00%	4,80%	-25,80%
BOVESPA NIVEL 2	2	5,90%	9,80%	-0,90%
NOVO MERCADO	19	3,30%	4,40%	2,40%
Total Geral	110	3,10%	4,10%	-3,50%

Ao observar as empresas que incorporaram critérios ASG na remuneração executiva, considerando a variação acumulada entre 2021 e 2024, vide Tabela 17, observam-se 89 empresas que a remuneração média cresceu 3,1% no total e 3,8% somente na parcela variável, enquanto o ROA recuou -2,5%. A comparação com as companhias que nunca adotaram métricas ASG mostra diferenças relevantes: a queda no desempenho foi um pouco menor, e os reajustes de remuneração, embora ainda positivos, foram mais contidos.

Nos quartis inferiores (Q1), a deterioração do ROA foi acentuada (-12,2%), mas, ao contrário do observado nas empresas sem vínculo ASG na remuneração, os valores pagos aos executivos foram -1,3% no total e -1,1% na remuneração variável. No Novo Mercado, onde estão 14 dessas companhias, o padrão se repete, com queda de -11,0% no ROA acompanhada de redução da remuneração (-2,0% no total e -1,7% na variável). Isso sugere algum grau de ajuste entre desempenho negativo e a compensação dos gestores.

Nos quartis intermediários (Q2 e Q3), porém, o alinhamento é menos evidente. No Q2, mesmo com recuo de -2,5% no ROA, a remuneração aumentou de forma significativa (5,5% no total e 5,0% na variável), sobretudo no Novo Mercado, onde os ganhos chegaram a 6,5%. O Q3 apresenta padrão semelhante: queda leve no ROA (-1,4%), mas crescimento da remuneração (3,6% no total e 5,0% na variável).

O quartil superior (Q4) é o que melhor ilustra o vínculo entre desempenho e remuneração: o ROA médio avançou 4,6%, acompanhado por aumentos de 3,5% na remuneração total e 4,9% na variável. No Novo Mercado, onde estão 13 empresas desse grupo, o efeito foi ainda mais claro, com alta de 6,7% no ROA e aumentos paralelos de 3,8% e 5,4% nos valores pagos.

De forma geral, os dados sugerem que, quando há métricas ASG incorporadas, a remuneração executiva responde de forma um pouco mais ligada ao desempenho.

Tabela 17

Variação Remuneração e ROA (2024/2021) para ORD_FREREM=1

Quartis ROA/ GC B3	Empresas	Δ% Rem total	Δ% Rem variável	Δ% ROA
Q1	18	-1,3%	-1,1%	-12,2%
BOVESPA NIVEL 1	2	1,4%	1,8%	-21,9%
BOVESPA NIVEL 2	2	0,5%	0,5%	-10,2%
NOVO MERCADO	14	-2,0%	-1,7%	-11,0%
Q2	22	5,5%	5,0%	-2,5%
BOVESPA NIVEL 1	3	0,7%	0,4%	-2,3%
BOVESPA NIVEL 2	1	1,5%	0,0%	-0,3%
NOVO MERCADO	18	6,5%	6,1%	-2,7%
Q3	29	3,6%	5,0%	-1,4%
BOLSA	2	5,2%	6,1%	-1,0%
BOVESPA NIVEL 1	2	8,0%	11,8%	-6,3%
BOVESPA NIVEL 2	3	5,0%	8,1%	-5,4%
NOVO MERCADO	22	2,9%	3,9%	-0,4%
Q4	20	3,5%	4,9%	4,6%
BOLSA	2	3,8%	4,2%	0,3%
BOVESPA NIVEL 1	3	2,1%	3,1%	0,1%
BOVESPA NIVEL 2	2	3,6%	4,9%	2,3%
NOVO MERCADO	13	3,8%	5,4%	6,7%
Total Geral	89	3,1%	3,8%	-2,5%

4.2 Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas permitem uma visão inicial sobre a distribuição das variáveis centrais do estudo. O ROA apresenta média de 4% e mediana próxima (3,8%), com desvio padrão de 0,11. A dispersão elevada entre o valor mínimo (-1,16) e o máximo

(1,07) revela a heterogeneidade do desempenho operacional entre as companhias analisadas, incluindo casos extremos de prejuízos significativos e de elevada rentabilidade.

O valor de mercado das empresas, em logaritmo natural, evidencia média de 15,6 e mediana de 15,4, com desvio padrão de 2,26. O máximo observado (27,18) demonstra a presença de companhias de grande porte na amostra, enquanto a ausência de valores mínimos negativos confirma a predominância de empresas listadas já consolidadas.

Em relação à alavancagem, a média é de 1,38, próxima da mediana (1,31), mas o intervalo entre o mínimo (-4,20) e o máximo (8,57) sugere forte assimetria, indicando que parte das companhias mantém estrutura de capital conservadora, enquanto outras operam em patamares bastante elevados de endividamento.

Por fim, a remuneração variável dos executivos, também em logaritmo, apresenta média de 15,8 e mediana de 16,3, com desvio padrão de 2,96. Essa dispersão reflete a diferença de porte e de política remuneratória entre empresas, sendo coerente com a literatura que aponta maior complexidade e valores expressivos em companhias de grande capitalização.

Tabela 18
Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv.Pad.
ROA	0,040	0,038	-1,157	1,070	0,114
VMERC	15,599	15,360	-	27,176	2,259
ALAVANC	1,378	1,312	-4,196	8,567	0,777
REMVAR	15,781	16,271	-	20,400	2,958

A matriz de correlação evidencia padrões importantes para as variáveis FUNDOS, FREASG e FREREM. A variável FUNDOS, apresenta correlação positiva moderada com o valor de mercado das empresas (0,41), sugerindo que companhias mais expostas a fundos de investimentos tendem a ser de maior porte. Essa variável também se associa positivamente tanto à divulgação de práticas ASG (FREASG = 0,26) quanto à formalização contratual do vínculo entre remuneração e metas ASG (FREREM = 0,33), apresentando a aderência dos fundos com empresas associadas a práticas de governança e sustentabilidade.

O valor de mercado, mantém correlação positiva com as variáveis ASG (0,25 com FREASG e 0,24 com FREREM), reforçando a hipótese de que empresas maiores

possuem mais recursos e maior pressão reputacional para implementar mecanismos de reporte e alinhar remuneração executiva a metas ESG.

Já o ROA apresenta correlações baixas com todas as variáveis (máximo de 0,19 com VMERC e próximo de zero com ASG e remuneração), sugerindo que o desempenho^{viii} curto prazo não se relaciona de forma significativa com práticas de governança ou com a estrutura de incentivos.

A variável que mensura o nível de alavancagem apresenta correlação positiva com as variáveis FREASG, FREREM e REMVAR, indicando que apesar do resultado ser pequeno, pode haver aumento de alavancagem em paralelo ao aumento da remuneração executiva e das variáveis de vínculo ASG.

Por fim, a variável remuneração variável mostra correlações positivas discretas com todas as demais — 0,19 com FUNDOS, 0,20 com VMERC e 0,10 com FREREM — o que indica que a estrutura de incentivos executivos pode ser influenciada simultaneamente pelo porte da empresa, pela presença de investidores institucionais e por mecanismos de governança, ainda que de maneira difusa e não linear.

Tabela 19
Matriz de correlação

Variáveis	FUNDOS	ALAVANC	VMERC	ROA	FREASG	FREREM	REMVAR
FUNDOS	1	0,0663	0,4063	0,0235	0,2633	0,3267	0,1937
ALAVANC		1	-0,1374	-0,1005	0,0202	0,0285	0,0496
VMERC			1	0,1891	0,2526	0,2352	0,1946
ROA				1	0,1072	0,0099	0,0268
FREASG					1	0,2214	0,0293
FREREM						1	0,1021
REMVAR							1

5 Análise dos Resultados

A análise exploratória dos dados mostrou, em primeiro lugar, a predominância do Novo Mercado na amostra. Mais de 80% das companhias analisadas encontram-se nesse segmento, consolidando-o como a principal referência de boas práticas e transparência na B3. Os dados indicam que nesse grupo se concentram os avanços mais expressivos na vinculação da remuneração a metas ASG, reforçando a ideia de que exigências mais rígidas de governança criam condições institucionais favoráveis à incorporação de inovações regulatórias.

A evolução temporal das variáveis ASG confirma esse padrão. A divulgação ASG cresceu de forma significativa até 2022, atingindo aproximadamente dois terços das

empresas, mas depois estagnou. Esse platô sugere que, mesmo com a pressão crescente de investidores e reguladores, ainda existe um grupo expressivo de companhias que prefere permanecer em um nível mínimo de conformidade. Por outro lado, a variável FREREM, que representa o vínculo contratual entre metas ASG e remuneração executiva, apresentou inflexão clara a partir de 2023, após a entrada em vigor da CVM 59. Em apenas dois anos, o percentual de empresas com algum nível de vinculação saltou de pouco mais de 10% para mais de 60%, muitas delas adotando detalhamento significativo (níveis 2 e 3). Essa diferença entre o disclosure e a formalização contratual evidencia uma distinção central: enquanto a divulgação pode refletir estratégias de comunicação e sinalização reputacional, o contrato tem implicações práticas, pois altera diretamente a forma como os incentivos são estruturados.

Os resultados das regressões, apresentados na Tabela 20, mostram que a variável FREREM apresentou coeficientes positivos e estatisticamente significativos em todas as especificações, oferecendo suporte consistente à Hipótese 1 (H_1). Isso indica que, ao internalizar critérios ASG em seus contratos, as empresas não apenas sinalizam compromisso com a sustentabilidade, mas também ampliam os pacotes de remuneração, sugerindo maior vínculo de longo prazo entre executivos e acionistas. Esse achado dialoga com Grodt et al. (2024) e Garcia et al. (2024), que evidenciam efeitos semelhantes da inclusão explícita de métricas ESG sobre a remuneração. No entanto, o R^2 ajustado baixo — próximo a 6%, patamar semelhante ao reportado por Garcia et al. (2024) — sugere que grande parte da variação na remuneração ainda depende de outros fatores não capturados pelo modelo. Tal limitação, contudo, é recorrente na literatura de remuneração executiva e não invalida os resultados, mas reforça a necessidade de interpretar os efeitos observados como parcela de um fenômeno mais complexo. Em linha com Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), pode-se argumentar que a incorporação de práticas ESG tende a se consolidar em arranjos de governança mais sofisticados, capazes de alinhar interesses de forma incremental no longo prazo.

Em contrapartida, a variável FREASG não apresentou significância estatística, indicando que a Hipótese 2 (H_2) não encontra respaldo nos dados. O resultado sugere que a divulgação de informações ASG, ainda que importante do ponto de vista regulatório e reputacional, não exerce impacto direto sobre a remuneração executiva. A literatura ajuda a interpretar essa ausência de efeito. Para Dell'Erba e Gomtsyan (2024), o uso de métricas ASG de forma genérica pode carecer de clareza e gerar incentivos mal calibrados,

enquanto Hooghiemstra (2023) alerta para o risco de que, sem padronização e métricas verificáveis, o disclosure ASG acabe sendo apropriado como estratégia simbólica, mais voltada a legitimação externa do que à transformação interna.

Já a Hipótese 3 (H_3), que avaliava a influência da presença de fundos ASG na base acionária sobre a remuneração variável, não foi confirmada. A variável FUNDOS não apresentou significância estatística, indicando que, no período analisado, investidores institucionais com mandato sustentável não exerceram pressões efetivas sobre a política de incentivos. Esse resultado pode refletir tanto a heterogeneidade das estratégias adotadas — que variam do engajamento ativo a simples filtros de exclusão, com baixo potencial de influência (Gibson, Krueger, & Schmidt, 2019) — quanto a incipienteza do ambiente regulatório brasileiro, em contraste com mercados mais maduros, onde gestores já condicionam votos em assembleia à adoção de metas ASG (Hooghiemstra, 2023). O achado também contrasta com evidências internacionais, como as de Flammer, Toffel e Viswanathan (2021), que demonstram a capacidade de investidores institucionais de longo prazo em induzir maior disclosure climático e promover avanços substantivos em práticas de sustentabilidade. Assim, sugere-se que, no contexto brasileiro, a mera presença de fundos ASG na estrutura acionária ainda não é suficiente para alterar de forma mensurável os contratos de remuneração executiva.

Entre as variáveis de controle, o VMERC apresentou coeficientes positivos e significativos, confirmando que empresas de maior porte tendem a adotar pacotes de remuneração mais robustos e sofisticados. Esse achado é coerente com a literatura que associa maior complexidade organizacional e capitalização de mercado à necessidade de contratos de incentivo mais elaborados (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

O desempenho contábil foi mensurado por meio do ROA (Return on Assets), indicador amplamente utilizado em estudos sobre remuneração executiva e governança corporativa por refletir a eficiência operacional das empresas de maneira comparável entre diferentes estruturas de capital. Essa métrica é particularmente adequada em pesquisas que incluem variáveis de alavancagem como controles, evitando sobreposição de efeitos e distorções associadas ao financiamento. Trabalhos recentes de Cohen et al. (2023), Omri e Ben Mabrouk (2020), Garcia et al. (2024) e Grodt et al. (2024) empregam o ROA para avaliar o vínculo entre desempenho e remuneração executiva, especialmente em contextos nos quais a incorporação de métricas ASG altera a estrutura dos incentivos. Esses autores argumentam que medidas baseadas em ativos capturam melhor o

desempenho operacional, independentemente da estrutura de capital, e são menos suscetíveis a oscilações patrimoniais ou efeitos contábeis transitórios. Além disso, o ROA tende a apresentar maior consistência em painéis desbalanceados, ampliando a comparabilidade entre empresas e períodos. Assim, a adoção do ROA neste estudo mantém coerência metodológica com a literatura recente e assegura maior estabilidade estatística à análise.

Por fim, a análise comparativa entre empresas que incorporaram métricas ASG na remuneração e aquelas que não o fizeram reforça essa interpretação. Nos casos em que não houve vínculo ASG ($FREREM=0$), observou-se um padrão de crescimento quase inercial dos pacotes remuneratórios, mesmo em contextos de queda no ROA, a remuneração total e variável seguiu aumentando. Já entre as companhias que formalizaram metas ASG ($FREREM=1$), o alinhamento foi mais perceptível, ainda que não uniforme. Em situações de queda acentuada do desempenho, algumas empresas chegaram a reduzir a remuneração, enquanto nos quartis superiores o aumento no ROA foi acompanhado por elevação proporcional nos incentivos pagos. Esse contraste reforça a interpretação de que a adoção contratual de critérios ASG contribui para maior sensibilidade entre desempenho e remuneração.

Em síntese, os resultados indicam que o mercado brasileiro atravessa um processo de transformação institucional ainda em curso, marcado por tensões entre a retórica da sustentabilidade e as mudanças estruturais necessárias para sua efetiva incorporação nos sistemas de governança corporativa. A ampliação do disclosure ASG, embora relevante do ponto de vista regulatório, mostrou-se insuficiente para modificar de maneira substantiva os mecanismos de incentivo, funcionando em grande parte como instrumento de sinalização simbólica. Como destacam Hooghiemstra (2023) e Dell’Erba e Gomtsyan (2024), a ausência de padronização e de métricas verificáveis nas informações divulgadas favorece a apropriação discursiva do tema, limitando seu potencial transformador. Em contraste, a inclusão explícita de metas sustentáveis nos contratos de remuneração executiva revelou-se um mecanismo mais robusto de alinhamento entre desempenho, governança e responsabilidade socioambiental. Este achado converge com os resultados de Garcia et al. (2024), Grodt et al. (2024) e Cohen et al. (2023), que ressaltam o papel das cláusulas contratuais como instrumentos centrais de internalização de práticas ASG nas estruturas decisórias das empresas. Embora o efeito observado ainda seja parcial, os resultados sugerem que a Resolução CVM 59 pode estar operando como um indutor

institucional relevante, especialmente quando acompanhada de mecanismos formais de vinculação entre incentivos e metas não financeiras. Dessa forma, os achados desta pesquisa reforçam a importância dos vínculos contratuais como instrumentos de governança e evidenciam os limites das soluções padronizadas em contextos regulatórios em consolidação.

Tabela 20
Resultados regressão para Modelo1 e Modelo2

Variável	Modelo 1	Modelo 2
Constante	10,33 (5,92e-06) ***	9,99 (9,58e-06) ***
FUNDOS	—	0,07 (0,34)
ALAVANC	0,78 (0,26)	0,763(0,26)
VMERC	0,27 (0,004) ***	0,27 (0,006) ***
ROA	-2,14 (0,26)	-2,14 (0,27)
FREASG	0,01 (0,95)	0,01 (0,96)
FREREM	0,36 (0,04) **	0,39 (0,01) **
Observações	796	796
Empresas	199	199
Período	4	4
R ² Ajustado	0,0609	0,0634
Durbin-Watson	1,47	1,47
Teste F	5,45***	6,07***
Teste de Welch	759,72***	954,55***

Nota. ***p<0,01, ** p<0,05

Como verificação de robustez, estimou-se um modelo com Mínimos Quadrados Ordinários agrupado para cálculo dos Fatores de Inflação da Variância (VIF). Os resultados indicam ausência de multicolinearidade relevante entre os regressores, com todos os VIFs abaixo de 1,4 — valor bem inferior ao limiar de 5 usualmente aceito na literatura (Wooldridge, 2010).

Tabela 21
Análise Robustez - VIF

Variável	VIF
FREASG	1,131
VMERC	1,328
ROA	1,053
ALAVANC	1,045
FREREM	1,159
FUNDOS	1,338

O teste de Hausman indicou que os modelos de efeitos aleatórios são consistentes (estatística qui-quadrado = 9,43; p-valor = 0,1507), justificando sua adoção como

abordagem principal. Contudo, devido ao número limitado de períodos no painel ($T=4$), reconhece-se uma redução na potência do teste. Considerando a possibilidade de viés por omissão de variáveis fixas não observadas, como cultura organizacional ou rigidez contratual, foram estimados modelos com efeitos fixos como verificação adicional. Os coeficientes mantiveram sinais e magnitudes próximas, reforçando a robustez das inferências.

6 Conclusão

Este trabalho analisou os efeitos da Resolução CVM 59 sobre empresas brasileiras selecionadas por fundos de investimento com estratégia ASG no período de 2021 a 2024. A investigação empírica, baseada em um painel desbalanceado de 199 companhias, buscou compreender em que medida a exigência regulatória de transparência impulsionou a formalização de metas ASG na remuneração executiva e, consequentemente, alterou a estrutura de incentivos.

A evidência empírica corrobora a Hipótese 1 (H_1): empresas que estabelecem vínculo formal entre metas ASG e remuneração variável apresentam, em média, níveis mais elevados de remuneração, com resultados estatisticamente significantes e efeitos estimados entre 35% e 46%. Esse resultado, robusto a diferentes especificações e controles, sugere que a formalização de metas ASG não representa apenas um avanço retórico ou normativo, mas está associada a uma reestruturação efetiva dos pacotes de incentivos. Alinha-se, assim, à literatura que defende que cláusulas contratuais explícitas podem melhorar o alinhamento entre gestores e acionistas no contexto de objetivos não financeiros (Grodt et al., 2024; Dell'Erba & Ferrarini, 2024).

Em contraste, a Hipótese 2 (H_2) — que previa associação entre o volume de divulgação ASG e a intensidade da remuneração variável — não encontrou suporte estatístico. A ausência de significância da variável FREASG reforça diagnósticos críticos presentes na literatura (Hooghiemstra, 2023; Sheehan et al., 2022), segundo os quais a divulgação voluntária de informações ASG tende a ser fragmentada, heterogênea e, em alguns casos, desvinculada de mecanismos efetivos de accountability. Isso indica que o mercado pode reagir de forma mais pragmática a estruturas formais de governança — como contratos vinculantes — do que a iniciativas informativas com baixo grau de padronização.

A Hipótese 3 (H_3), referente à influência da presença de investidores institucionais com mandato ASG sobre a remuneração variável, também não apresentou significância

estatística. Esse achado está em linha com Garcia et al. (2024), que identificaram efeitos limitados da presença institucional sobre estruturas de governança no Brasil. A atuação desses fundos pode ocorrer de forma mais indireta ou depender de maior maturidade institucional e normativa, o que limita sua capacidade de influenciar diretamente os contratos de incentivo no curto prazo.

Do ponto de vista metodológico, os resultados se mostraram robustos frente a diferentes especificações, incluindo controles por porte, alavancagem e rentabilidade, ausência de multicolinearidade ($VIF < 1,4$) e consistência sob modelos de efeitos fixos. A significância persistente da variável FREREM indica que a regulação via CVM 59 pode ter catalisado mudanças substantivas na governança da remuneração, fortalecendo mecanismos de incentivo alinhados a métricas ASG.

Apesar desses achados, é necessário reconhecer algumas limitações do estudo. O horizonte temporal considerado (2021–2024) é restrito para capturar efeitos de longo prazo da regulação sobre remuneração e desempenho. Além disso, o mercado de fundos ESG no Brasil permanece incipiente — cerca de R\$ 6 bilhões em ativos, frente a um total superior a R\$ 9,8 trilhões da indústria de fundos — o que limita a generalização dos resultados. Também não se pode descartar problemas de endogeneidade, pois empresas mais engajadas em sustentabilidade já poderiam ter maior propensão a adotar metas ASG independentemente da CVM 59.

O estudo contribui para o campo da governança corporativa ao demonstrar empiricamente que mecanismos regulatórios podem induzir transformações institucionais, especialmente quando vinculados a incentivos contratuais explícitos. Os resultados também reforçam o argumento de que a simples divulgação de práticas ASG, sem suporte contratual e monitoramento efetivo, tende a ter impacto limitado na estrutura de governança e incentivos (Dell’Erba & Gomtsyan, 2024; Hooghiemstra, 2023).

Por fim, sugerimos linhas para pesquisas futuras associadas a regulação ASG: pode-se mensurar o impacto da CVM 59 na evolução do escore ASG das empresas selecionadas pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3; pode-se explorar métricas alternativas de performance, como retorno sobre o patrimônio líquido, geração de caixa ou custo de capital, a fim de verificar se os efeitos ASG emergem em outras dimensões do resultado financeiro; da mesma forma, a baixa correlação observada entre alavancagem e variáveis ASG sugere examinar se o nível de endividamento influencia a adoção de práticas sustentáveis. Agora ao observar o mercado de fundos de

investimentos, pode-se avaliar a classe de renda fixa, que apresenta volume superior e maior quantidade de gestores, o que pode oferecer resultados discrepantes.

Referências

- Aguiar, A., & Pimentel, R. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: Relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, 21(4), 545–568. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Journal of Applied Corporate Finance*, 30(4), 94–104.
- ANBIMA. (2019). Guia ASG: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. Recuperado de <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>
- ANBIMA. (2021). *Relatório anual 2021*. Recuperado de <https://www.anbima.com.br/relatorioanual/2021/o-relatorio.html>
- ANBIMA. (2025). *ANBIMA Data: Busca de fundos*. Recuperado em 13 de dezembro de 2025, de <https://data.anbima.com.br/busca/fundos>
- Cohen, S., Kadach, I., Ormazabal, G., & Reichelstein, S. (2023). Executive compensation tied to ESG performance: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 61(3), 805–857. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12481>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2021). *Resolução CVM n. 59, de 22 de dezembro de 2021: Dispõe sobre o Formulário de Referência*. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2022). *Resolução CVM n. 175, de 23 de dezembro de 2022: Institui o marco regulatório dos fundos de investimento*. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2023). *Resolução CVM n. 193, de 20 de outubro de 2023: Dispõe sobre a divulgação de relatórios de sustentabilidade alinhados ao ISSB (IFRS S1 e S2)*. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas>
- Curtis, Q., Fisch, J., & Robertson, A. Z. (2021). Do ESG funds deliver on their promises? *Mich. L. Rev.*, 120(3), 393-450. Recuperado de <https://doi.org/10.36644/mlr.120.3.ESG>.
- Dell'Erba, M., & Ferrarini, G. (2024). ESG remuneration in Europe. *European Business Organization Law Review*, 25(3), 1-41. doi:10.1007/s40804-024-00318-5

- Dell'Erba, M., & Gomtsyan, S. (2024). Regulatory and investor demands to use ESG performance metrics in executive compensation: Right instrument, wrong method. *Journal of Corporate Law Studies*, 24, 1-40. Recuperado de <https://doi.org/10.1080/14735970.2024.2350139>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/24550546>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- Fernandes, A., & Mazzoni, S. (2015). A Correlação entre a Remuneração dos Executivos e o Desempenho de Empresas Brasileiras do Setor Financeiro. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistarevista/article/view/2343>
- Flammer, C., Toffel, M. W., & Viswanathan, K. (2021). Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks. *Strategic Management Journal*, 42(10), 1850–1881. Retrieved from <https://doi.org/10.1002/smj.3282>
- Garcia, A. S., Santana, V. F., Luz, R. L., & Tibério, N. F. (2024). Práticas ASG influenciam a remuneração executiva? Uma análise das empresas do Ibovespa no período de 10 anos. *Revista Brasileira de Contabilidade*, 53(269), 43–57. Recuperado de https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2024/09/RBC269_set_out_ESP_web.pdf
- Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2019). *ESG rating disagreement and stock returns*. (Swiss Finance Institute Research Paper, No. 19-67; European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper, No. 651/2020). *Financial Analyst Journal*, Forthcoming. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3433728>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2022). Global Sustainable Investment Review 2022. Recuperado em 13 de dezembro de 2025, de <https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/>
- Grodt, J. A. dos S., Degenhart, L., Dal Magro, C. B., Ávila, L. V., & Piccinin, Y. G. (2024). Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(94), e1811. doi: 10.1590/1808-057x20231811.pt
- Güney, T. (2017). Governance and sustainable development: How effective is governance. *The International Journal of International Trade & Economic Development*, 26(3), 316-335. Recuperado de <https://doi.org/10.1080/09638199.2016.1249391>
- Hooghiemstra, S. N. (2024). EU “rule-based” ESG duties for investment funds and their managers under the European “Green Deal”. In T. Kuntz (Ed.), *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance* (Cap. 9, p. 203). Massachusetts: Edward Elgar Publishing. Retrieved from.

- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (6a ed.). São Paulo: Autor. Recuperado de https://midia.kpmg.com.br/comunicados/images/2023/760624247/2023_codigodasmelhorespraticasdegovernancacorporativa_6aedicao.pdf
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: Um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 259 - 273. doi: <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Martinez-Meyers, S., Ferrero-Ferrero, I., & Muñoz-Torres, M. J. (2024). The European sustainable finance disclosure regulation (SFDR) and its influence on ESG performance and risk in the fund industry from a multi-regional perspective. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. 1985-2517. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2024-0150>
- Oehmke, M., & Opp, M. (2024). A theory of socially responsible investment. *The Review of Financial Studies*, 54. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3467644>.
- Omri, A., & Mabrouk, N. B. (2020). Good governance for sustainable development goals: Getting ahead of the pack or falling behind? *Environmental Impact Assessment Review*, 83. doi:[10.1016/j.eiar.2020.106388](https://doi.org/10.1016/j.eiar.2020.106388)
- Pastor, L., Stambaugh, R., & Taylor, L. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550–571. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011>
- Scatigna, M., Xia, F. D., Zabai, A., & Zulaica, O. (2021). Achievements and challenges in ESG markets. *SSRN Electronic Journal*, 83-87. doi:[10.2139/ssrn.3989761](https://doi.org/10.2139/ssrn.3989761)
- Scheidtza, L., & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105179>
- Sheehan, N. T., Vaidyanathan, G., Fox, K. A., & Klassen, M. (2022). Making the invisible visible: Overcoming barriers to ESG performance with an ESG mindset. *Business Horizons*, 66(1), p. 1-28. doi:[10.1016/j.bushor.2022.07.003](https://doi.org/10.1016/j.bushor.2022.07.003)
- Silva, A. L. C., & Chien, C. C.Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(3), 395–427.
- Tejedo-Romero, F., & Araujo, J. F. F. E. (2018). Transparency, social responsibility and corporate governance: Human capital of companies. *Cuadernos de Gestión*, 18(2), 133–162. <https://doi.org/10.5295/cdg.160693ft>
- Townsend, B. (2020). From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing. *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 10–25. Recuperado de <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.010>.

Apêndice A

A variável ORD_FREREM é categórica e ordinal, variando de 0 a 3 conforme o grau de vinculação formal entre remuneração executiva e metas ASG, conforme explicitado nos Formulários de Referência. A classificação foi conduzida manualmente por critérios consistentes com as diretrizes da Resolução CVM 59, conforme Tabela 22.

Tabela 22

Critérios da variável ORD_FREREM

FREREM	Vínculo ASG	Critério de Classificação
0	Sem qualquer vínculo com ASG	O Formulário de Referência não menciona qualquer integração de métricas ASG na estrutura de remuneração.
1	Sem vínculo atual, mas com intenção futura declarada	O Formulário reconhece a importância do ASG, porém ainda não foi implantado vínculo com a remuneração executiva.
2	Vínculo declarado, mas sem detalhamento	O Formulário indica que metas ASG já fazem parte dos critérios de remuneração, mas não especifica quais métricas, pesos ou indicadores são utilizados.
3	Vínculo claro e detalhado	O Formulário apresenta de forma explícita os indicadores ASG utilizados, seus pesos na fórmula de remuneração e metas associadas.

ⁱ Ambiental, Social e Governança. Tradução de ESG – Environmental, Social e Governance.

ⁱⁱ Globalmente, os investidores institucionais são entidades como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras e instituições financeiras. No Brasil, a CVM os enquadra como “investidores profissionais” (Resolução CVM nº 30/2021), reconhecendo seu papel central na alocação e no monitoramento de recursos no mercado.

ⁱⁱⁱ Fundos com alocação predominante em ativos no exterior ou com política de investimento passiva foram excluídos, de forma a assegurar que os fundos selecionados contivessem em seu portfólio somente ações de empresas nacionais e selecionadas com base em critérios proprietários.

^{iv} Embora o número de fundos identificados como ASG tenha crescido de 40 (2021) para 45 (2024), a queda do PL agregado de R\$ 8 bi para R\$ 5,7 bi é compatível com a desvalorização o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da B3, que aqui é usado apenas como proxy de mercado.

^v A quantidade de fundos pode sofrer variação associadas a mudança dos dados cadastrais. Para efeitos de estudo, consideramos todos os fundos que compram ativos diretos e cotas de outros fundos com intuito de se evitar a dupla contagem.

^{vi} Os itens 1.9 e 8.1 do FRE já são reflexo da CVM 59. Os dados extraídos antes de 2023 foram obtidos, também no FRE, porém nos itens 7.8 e 14.3.

^{vii} A B3 classifica as companhias abertas em segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível Bolsa (ou tradicional); Nível 1, que exige práticas adicionais de transparência e dispersão acionária em relação à legislação; Nível 2, que incorpora também direitos adicionais, inclusive em situações de venda de controle; e o Novo Mercado, que representa o mais elevado padrão, exigindo que a companhia tenha exclusivamente ações ordinárias com direito a voto, além de regras rígidas de disclosure e de composição do conselho de administração.

^{viii} Neste caso, em linha com alguns trabalhos utilizados como referência, mantivemos a análise dos resultados limitadas ao ROA.