

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/352544514>

# Fundos de índices de mercado, gestão passiva e investimentos responsáveis: o caso de frigoríficos listados na B3.

Conference Paper · June 2021

CITATIONS

0

READS

106

3 authors:



**Martin Mundo Neto**

Faculdade de Tecnologia do Estado de São Paulo (FATEC-SP)

22 PUBLICATIONS 17 CITATIONS

SEE PROFILE



**Julio Cesar Donadone**

Universidade Federal de São Carlos

62 PUBLICATIONS 144 CITATIONS

SEE PROFILE



**Silvio Eduardo Alvarez Candido**

Universidade Federal de São Carlos

39 PUBLICATIONS 58 CITATIONS

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:



Production and commercialization of non-timber forest products in communities of the Amazon Rainforest [View project](#)



Business conceptions and models of major Brazilian corporations, 2006 - 2017 [View project](#)

# **12º Workshop Empresa, Empresários e Sociedade**

**IEA – USP - 16 a 18 de junho de 2021.**

## **Eixo 3: Sociologia da Ação Empresarial: Empresas, Sociedade e Mercado**

**Fundos de índices de mercado, gestão passiva e investimentos responsáveis: o caso de frigoríficos listados na B3.**

**Autores:**

**Prof. Dr. Martin Mundo Neto – Fatec São Carlos ([martin.mundo@fatec.sp.gov.br](mailto:martin.mundo@fatec.sp.gov.br))**

**Prof. Dr. Júlio Cesar Donadone – USFCar ([donado@ufscar.br](mailto:donado@ufscar.br))**

**Prof. Dr. Silvio Eduardo Alvarez Cândido – UFSCar ([seacandido@dep.ufscar.br](mailto:seacandido@dep.ufscar.br))**

## Resumo

O objetivo deste artigo é analisar em que medida a operação de investimentos por meio de Fundos de Índices de Mercado (ETFs – *Exchange Traded Funds*) dificultam a transparência e a responsabilização social e ambiental dos investidores por efeitos concretos do seu financiamento de atividades empresariais. Os ETFs são denominados fundos de gestão passiva por rastreamento de índices de mercado, inclusive os índices de sustentabilidade ESG. Grandes gestoras de investimentos têm dominado o mercado de fundos de índices e simultaneamente ocupado posição acionária minoritária em milhares de empresas de capital aberto, conforme indicado em estudos recentes. Com base nos dados disponibilizados pela B3, foram analisados nove fundos de índices, cinco que rastreiam o Ibovespa e quatro que rastreiam índices de sustentabilidade ESG. Para compreender as implicações concretas do uso desse dispositivo por investidores institucionais, analisamos suas implicações nas ações de movimentos que têm buscado influenciar o campo financeiro para restringir investimentos em grandes frigoríficos envolvidos no desmatamento ilegal da Amazônia pela atividade pecuária. Os três maiores frigoríficos brasileiros foram incluídos em nossa análise: JBS, Marfrig e Minerva. Para cada fundo foi identificado a proporção de recursos captados ligados a essas empresas. Verificou-se que os fundos de índices ESG ainda são muito genéricos e, em grande parte, são renomeações de índices já existentes. A somatória do patrimônio líquido desses fundos (R\$ 257,3 milhões) é 1,11% da somatória dos ETFs que rastreiam o Ibovespa (R\$ 23,12 bilhões). O conjunto de dados indica como os ETFs que rastreiam o Ibovespa contribuem para a captação de recursos para as empresas que fazem parte do índice, mesmo na situação em que a empresa não faça parte do portfólio de investimentos diretos das gestoras dos fundos. Segundo as gestoras, o sucesso dos ETFs está relacionado à facilidade de negociá-los, à diversificação de investimentos, à redução de riscos, ao baixo custo, à opção para investir em diferentes mercados e à informação oferecida pelo índice. Porém, quando cobrados sobre porque não retiram investimentos de empresas com má conduta ambiental, social ou de governança, uma das lideranças do setor justifica que a estrutura dos fundos de índices impede que as empresas denunciadas sejam excluídas de seus portfólios de investimentos, como declarado pela Blackrock. Os fundos de índices garantem enorme poder às grandes gestoras de investimentos e os índices de mercado garantem às empresas das carteiras tanto grande volume de recursos, exemplificado pelo Ibovespa, como legitimidade, ilustrada pelos índices ESG.

**Palavras-chave:** Investimento passivo, Fundos de Índice de Mercado, Sustentabilidade, Pecuária, Financeirização

## Introdução

O aumento expressivo de recursos alocados em investimentos com estratégia de gestão passiva e os impactos que essa estratégia tem nos mercados de capitais e nas grandes empresas neles listadas têm despertado interesse de pesquisadores (FICHTNER ET AL, 2017; BEBCHUCK; HIRST, 2019; LAZONICK; SHIN, 2019; ERTÜRK, 2019; FICHTNER; HEEMSKERK, 2020). Os fundos de índices de mercado (*Exchange Traded Funds* - ETFs) estão entre as principais modalidades desses investimentos. De acordo com Deville (2008) os ETFs têm sido tratados como uma das mais importantes inovações financeiras das últimas décadas. Estudos recentes têm revelado a relação direta entre a expansão dos investimentos de gestão passiva e a estratégia dos maiores grupos emissores de fundos indexados, como o Blackrock, Vanguard e State Street, denominados de “*Big Three*” (FICHTNER ET AL, 2017), “*Giants Three*” (BEBCHUCK; HIRST, 2019) ou ainda “*Permanent Universal Owners*” (FICHTNER; HEEMSKERK, 2020). Esses três grupos têm adotado estratégias similares em relação a investimentos de gestão ativa e de gestão passiva. Na gestão ativa, sobretudo na compra de posição acionária em empresas listadas em mercados de capitais, eles estão presente em milhares de empresas, mas com posições minoritárias, sendo a maior parte inferior a 3% de participação. Por outro lado, nos Estados Unidos, maior mercado global de fundos, os “*Big Three*” são responsáveis pela gestão de mais de 80% de todos os investimentos em fundos indexados (FICHTNER ET AL, 2017). A estratégia desses três fundos, como a de grupos congêneres, tem sugerido a ocorrência de transformações nos princípios que nortearam o ativismo de investidores institucionais e a ideologia do “*Maximizing Shareholder Value*” (MSV), protagonizado, notadamente, por gestores de fundos de hedge, nos anos 1990. De acordo com Useem (1996), a expansão dos investimentos em fundos de gestão passiva, que já era percebida nos anos 1990, enfraquecia o ativismo em torno do MSV.

“Os gestores de fundos indexados, portanto, muitas vezes apoiam iniciativas ativistas, mas não podem dedicar tempo ou dinheiro as suas causas. Alguns fundos indexados são tão enxutos que são relutantes em votar seus próprios *proxies* por falta de qualquer análise de pessoal. Uma gestora de um fundo altamente indexado duvidava das qualificações de seu fundo para fazer mais do que comprar e vender: “Há analistas [em outros lugares] que estão mais

preparados para fazer julgamentos do que nós.”” (USEEM, 1996, p.61, tradução nossa)<sup>1</sup>

Na época, o poder para interferir na gestão de grandes empresas decorria da participação acionária. Ela permitia, aos principais investidores, participar do grupo de controle e indicar executivos especialistas em finanças, “*the money managers*”, responsáveis por representar os interesses dos acionistas e pressionar a gestão dos diretores executivos. A estratégia atual dos “*Big Three*” utiliza meios indiretos para exercer esse controle, inclusive com equipes de governança corporativa para interagir com as empresas investidas e utilizar os votos *proxies* em assembleias de acionistas conforme indicado em Fichtner et al (2017). Porém, o *modus operandi* dos “*Big Three*” praticamente abandona a possibilidade de desinvestir totalmente em determinada companhia, uma vez que a maior parte de seus investimentos estão alocados na modalidade de gestão passiva (FICHTNER ET AL, 2017). Um fundo de índice só interrompe os investimentos em uma determinada empresa se essa empresa for retirada do índice de mercado que o fundo replica. O controle estaria na dinâmica de composição dos índices de mercado e, para as empresas, um dos principais objetivos estratégicos passou a ser participar do maior número de índices possível, pois assim ficam garantidos os investimentos dos fundos passivos (FICHTNER; HEEMSKERK, 2020).

Mas além de estabelecer uma nova forma de exercer poder sobre as grandes empresas, os três grandes adotam uma narrativa de que pelo fato de a maior parte dos recursos estarem alocadas em fundos de gestão passiva, eles possuem pouco poder de intervenção direta nas empresas que apresentem problemas de governança (OECD, 2021c). Além disso, argumentam que a estratégia de desinvestimento se torna pouco efetiva pelo fato de que as posições acionárias são minoritárias. Portanto, as empresas questionadas sobre suas ações sociais e ambientais, sobre má gestão ou corrupção só serão penalizadas pelas grandes gestoras quando forem retiradas dos índices que medem o desempenho relacionado a esses indicadores de governança. Essa é uma das razões que explicam as movimentações em torno das métricas de sustentabilidade ESG (*Environmental, Social and Governance*), a criação de índices usando essas métricas e os respectivos fundos indexados que rastreiam estes índices. O objetivo deste artigo é

---

<sup>1</sup> “*Indexed fund managers thus often back activist initiatives but can devote no time or Money to their causes. Some indexed funds are so lean that They are reluctant to vote their own proxies for lack of any staff analysis. A manager at a highly indexed fund doubted her fund’s qualifications to do more than buy and sell: “There are analysts [elsewhere] who are better prepared to make judgments than we are.”*”

analisar em que medida a operação de investimentos por meio de Fundos de Índices de Mercado (*ETFs – Exchange Traded Funds*) dificulta a transparência e a responsabilização social e ambiental dos investidores por efeitos concretos do financiamento de atividades empresariais. Como objeto empírico foram considerados os três frigoríficos que estão na carteira do IBOVESPA e na carteira de Índices ESG, bem como os ETFs que rastreiam os respectivos índices. Nosso foco será a discussão das repercussões do envolvimento dessas empresas no desmatamento da Amazônia brasileira.

### **Fundos Indexados Tradicionais (FITs) e *Exchange Traded Funds* (ETFs)**

Os fundos mútuos indexados de investimentos são classificados como investimentos de gestão passiva e estão entre as principais inovações financeiras das últimas décadas. Trata-se de um ativo financeiro composto por outros ativos, sobretudo ações de empresas, que formam um portfólio de investimento em um único ativo. Os fundos indexados tradicionais (FITs) existem desde 1976, quando John C. Bogle, fundador do Grupo Vanguard, criou o primeiro fundo mútuo indexado, acoplado ao índice *S&P 500 Stock Index*, índice que reflete o desempenho das ações das 500 maiores empresas nos Estados Unidos. Bogle justificou que a apresentação de sua proposta ao conselho do Grupo Vanguard foi sustentada por dois pilares. O primeiro era que ele seguia a recomendação do economista Paul Samuelson, Nobel em Economia, que sugeriu, aos empreendedores do mercado financeiro que criassem um fundo para seguir os índices de mercado, uma vez que a gestão ativa, que envolve a seleção de ativos específicos com objetivo de superar o mercado, só ocorre no curto prazo, e, no longo prazo, eles não superavam o desempenho dos índices de mercado (SAMUELSON, 1974). O segundo argumento foi reunir dados comprovando que, no longo prazo, o desempenho de fundos mútuos de gestão ativa não superava os índices de mercado disponíveis na época. Bogle relatou que, no seu lançamento, o fundo do Grupo Vanguard foi amplamente criticado pela comunidade financeira, sobretudo pelos planejadores financeiros cujo objetivo era, justamente, superar o desempenho médio do mercado, medidos por índices como o S&P 500 (BOGLE, 2014, p.2).

Em 1991 foi criada a nova geração de fundos mútuos indexados, os *Exchange Traded Funds* (ETFs). Diferentemente dos FITs, cujas cotas só podem ser compradas ou vendidas a preços definidos no final de cada dia de negociação do mercado de capitais, os ETFs são negociados em bolsas de valores nos mesmos moldes das ações, sem limites de operações de compra e venda, durante todo o período de funcionamento do mercado.

Essa característica tornou os ETFs uma categoria especial de fundos indexados, pois os volumes de negócios desses ativos superaram, em muito, a média de negociação dos principais ativos financeiros, nos principais mercados de capitais. Eles passaram a ser utilizados com outras finalidades, como em operações de especulação, para proteção de risco, em arbitragem, e em estratégias de curto prazo (BOGLE, 2016, p.4). Bogle foi o criador e defensor dos FITs e um crítico dos ETFs. Porém, antes de falecer, declarou que os ETFs mudaram “não apenas a natureza da indexação, mas também todo o campo de investimento” (FT, 2021, tradução nossa)<sup>2</sup>. Segundo as gestoras, o sucesso dos ETFs está relacionado à facilidade de negociá-los, à diversificação de investimentos, à redução de riscos, ao baixo custo, à opção para investir em diferentes mercados e à informação oferecida pelo índice rastreado.

Em março de 2021 o valor de recursos alocados em ETFs e em FITs se equipararam, indicando o predomínio dessa modalidade de investimento em âmbito global, conforme indicado na Figura 1.

**Figura 1- Fundos indexados por classe de ativos, em trilhões de dólares. Período de 2007 a 2020.**



Fonte: FT (2021) <https://www.ft.com/content/7d5c2468-619c-4c4b-b3e7-b0da015e939d?segmentid=acee4131-99c2-09d3-a635-873e61754ec6>

<sup>2</sup> “not only the nature of indexing, but also the entire field of investing”

Deville e Oubenal (2012) indicam como o mecanismo de arbitragem é central para a operacionalização dos ETFs uma vez que ele opera a criação e o resgate de ETFs no mercado primário, aquele em que apenas agentes autorizados participam. Dessa forma, os ETFs são produtos negociados em dois mercados, no mercado secundário, no qual quotas de ETFs são negociadas como as ações de empresas, e no mercado primário, onde lotes (múltiplos de milhares de quotas) de ETFs são negociados por agentes autorizados, num processo contínuo de *criação* de ETFs, reunindo os ativos que representam a cesta de ativos do índice replicado para constituir novos lotes, e de *resgate* de ETFs, processo no qual lotes são convertidos no equivalente da cesta de ativos do índice rastreado. O processo de criação e resgate amplia a negociação de ativos que compõe o índice rastreado e de produtos relacionados a eles, como o mercado de empréstimos de ativos, os mercados à vista, de opções e a termo (B3, 2021). Além dos FITs e ETFs, investidores institucionais têm adotado estratégia de indexação independente, gerando uma procura ainda maior por ativos que integram os índices por eles rastreados (FT, 2021).

### **Financeirização e “*Maximizing Shareholder Value*”**

Grande parte dos estudos sobre a financeirização de grandes empresas tem analisado esse processo como parte do fortalecimento da ideologia “*Maximizing Shareholder Value*” (MSV) no mundo corporativo. Porém, essa visão não considera que, nesses últimos quarenta anos, os protagonistas e as formas para atender aos interesses dos acionistas têm mudado, conforme discutido por Lazonick e Shin (2019). De acordo com os autores, o processo de transformação da economia dos Estados Unidos em função do surgimento e predomínio da ideologia (MSV) teve como principal consequência uma mudança cultural sobre a forma de gerenciar as empresas. A abordagem tradicional do mundo produtivo, orientada pelas estratégias de reter (parte do lucro) e reinvestir (em inovação e desenvolvimento de novos produtos e serviços), “*retain and reinvest*”, foram perdendo espaço para estratégias que priorizam enxugar (os custos, sobretudo de mão de obra direta) e distribuir (o maior percentual de lucro possível), “*downsize and distribute*”, substituindo o modelo de gestão orientado à inovação e criação de valor pelo modelo de extração de valor das empresas. Esse processo teve início com o ativismo dos acionistas, sobretudo de investidores institucionais, e foi marcado por disputas sobre o controle das empresas e por estratégias financeiras de aquisição de empresas com alto grau de alavancagem financeira (*leveraged buyout*), tomada de controle de forma hostil (*hostile takeovers*), difundidas entre gestores de fundos de *private equities* e fundos de *hedge*. O



desenvolvimento e difusão da Governança Corporativa foi central para a difusão da cultura financeira e alinhamento entre os interesses dos investidores, sobretudo aqueles com maior posição acionária e que constituem o grupo de controle, conforme discutido em Grun (2005). Até a crise de 2008, as empresas se orientavam por crescer por meio de fusões e aquisições, envolvendo novos investidores e promovendo processos de reestruturação para aumentar o retorno financeiro no curto prazo. Destacava-se a estratégia de desinvestimento adotada pelos gestores de fundos de *private equities* que participavam dessas operações. Elas ocorriam, preferencialmente, via abertura de capital das empresas (e posterior venda da participação) ou pela venda direta da empresa para um comprador estratégico. No primeiro caso, a empresa é preparada para ingressar no mercado de capitais e o desenvolvimento da governança corporativa é parte dessa formalização (Mundo Neto; Saltorato, 2017). De acordo com Lazonick e Shin (2019), num momento seguinte, após a cultura da governança corporativa estar naturalizada entre os executivos das principais empresas listadas em bolsa, as estratégias passaram a privilegiar a distribuição máxima de dividendos, implementar regularmente planos de recompra de ações e a remuneração dos altos executivos ser predominantemente variável, utilizando bonificações em ações e planos de opções em ações. Esse modo de operação se tornou a nova fórmula de extrair valor das empresas e atender a três grupos específicos de acionistas, os *insiders*, notadamente o corpo de diretores executivos, os *enablers*, aqueles que pertencem ao grupo de controle e participam da gestão, e os *outsiders*, investidores minoritários que também se beneficiam das estratégias dominantes.

Nesse momento da financeirização, alguns *outsiders* têm ganhado centralidade no espaço financeiro global. Para Fichtner et al (2017), a partir da crise econômica de 2008, ocorreu um processo de migração de recursos alocados em investimentos de gestão ativa (ações e fundos de ações, por exemplo) para modalidades de investimentos de gestão passiva (FITs e ETFs). A estratégia comum aos “Big Three” foi adquirir posições acionárias minoritárias em milhares de empresas listadas nas principais bolsas de valores. Essa estratégia lhes permitiu operar na criação e gestão de fundos de índices, ou seja, fundos constituídos por ativos das empresas que compõem os principais índices desses mercados.

Isso tem implicações acerca da forma como essas empresas do setor financeiro exercem o seu poder. Ao invés da forma tradicional, pela posição acionária que garante a indicação de representante para o Conselho de Administração, sua influência é exercida de forma indireta, por meio de fundos de índices. As empresas que participam dos índices

passam a ter seus ativos incluídos nas quotas dos fundos na mesma proporção de sua contribuição percentual para a formação do índice.

O poder exercido de forma difusa pelos “Big Three” (e gestoras congêneres) estaria estabelecendo uma nova dinâmica entre os grandes investidores/acionistas e as empresas que compõem os índices dos principais mercados de capitais. Nessa nova dinâmica, os grandes gestores de ativos abandonaram a estratégia de “saída” - desinvestir em uma determinada empresa caso ocorram problemas relacionados à sua governança corporativa. Eles passaram a ocupar uma posição minoritária em investimentos de gestão ativa (posição acionária nas empresas), mas investem de forma permanente e em escala global em fundos indexados, notadamente ETFs. Nessa configuração, a “vigilância” não ocorre de forma direta, mas por meio da indexação, seja pelo desempenho financeiro medido pelos índices amplos de mercado como o S&P 500 e o Ibovespa, mas também pelos índices setoriais e específicos como aqueles que classificam as empresas em função das ações ambientais, sociais e de governança, reunidas mais recentemente em torno das métricas ESG e os seus respectivos índices.

### **Investimentos Social e Ambientalmente Responsáveis**

A ideia de que a ação econômica não é totalmente autônoma, estando submetida a outros imperativos morais além da lógica da busca estritamente racional e auto interessada pelos ganhos econômicos é central na sociologia econômica contemporânea. Décadas atrás, Polanyi (2013) propôs que o avanço da influência política do liberalismo econômico e da transformação do trabalho humano, do dinheiro e da natureza em mercadorias, tendiam a gerar reações políticas, em um processo que denominou de “duplo movimento”. Durante a maior parte do século XX, essas reações envolviam a canalização de demandas sociais aos Estados nacionais, que usavam sua força para impor limites ao “livre mercado”. Entretanto, diversos analistas têm indicado que o esgotamento do capitalismo industrial e o processo de neoliberalização, do qual a financeirização é parte fundamental, têm feito com que os processos de moralização dos mercados se deem crescentemente pela responsabilização dos atores privados e sob uma influência mais indireta do Estado (FOUCAULT, 2007).

É nesse contexto de transformação das relações entre sociedade, Estado e mercados que ganha força a ideia de investimentos socialmente responsável. Sartore (2010) aponta que a ideia de investimento responsável foi inicialmente moldada pela influência de ideais religiosos nas ações econômicas. Na década de 1980 surgem nos

Estados Unidos alguns dos primeiros fundos verdes. A autora aponta que se constituem com o tempo duas categorias de investimentos socialmente responsáveis. Os investimentos éticos se baseiam na exclusão de empresas que deturpam certos princípios morais. Já os investimentos de performance são baseados na inclusão de empresas com melhores práticas de responsabilidade social. Os investimentos de performance envolveriam uma racionalização de crenças que antes eram apresentadas por uma moral religiosa, que são incorporados e sobrepostos pela lógica racional-numérica. Para autora, essa passagem demandou o desenvolvimento de uma crença de que as empresas com melhores práticas sociais e ambientais são também as com melhores performances financeiras.

Baseados na lógica do investimento de performance é que índices de sustentabilidade passaram a ser estruturados (Sartore, 2010), o que também implicou na financeirização das práticas associadas à sustentabilidade (HISS, 2013). É com base nessa ótica que índices de sustentabilidade foram criados nas bolsas de valores ao redor do mundo. Uma série de métodos de mensuração de parâmetros de sustentabilidade empresarial também surgem e se difundem. Em 2000, há uma primeira tentativa de unificar a grande diversidade de padrões de medição de desempenho que surgiram mundo afora, desenvolvida pela *Global Reporting Initiative*.

Ações mais recentes de elites dos campos financeiros ao redor do mundo têm impulsionado a agenda do investimento responsável. Um primeiro acontecimento relevante é a formação da *Network for Greening of the Financial System* (NGFS), articulada em 2017 por banqueiros centrais de países desenvolvidos, excluindo o Federal Reserve dos Estados Unidos. A mobilização dessa rede foi impulsionada pela leitura de que os riscos climáticos têm potencial de desestabilizar o sistema financeiro mundial (NFGS, 2019). O segundo conjunto de iniciativas contempla a Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP), que estabeleceu recentemente um conjunto de diretrizes para a atuação sustentável do setor financeiro, incluindo os seus Princípios para o Investimento Responsável (2006), Princípios para a Sustentabilidade dos Seguros (2012) e Princípios para a Responsabilidade Bancária, sendo esse último assinado por 130 bancos que representam cerca de um terço do ativo total dos bancos no mundo.

Dirigentes dos “Big Three” também têm se posicionado de forma cada vez mais contundente em relação à importância da questão. Em sua carta anual aos CEOs, Larry Fink da Blackrock foi taxativo em relação à importância da questão, destacando a questão

dos riscos climáticos (FINK, 2018). Esses posicionamentos e movimentações tem gerado um interesse crescente em relação a um conjunto de métricas não padronizadas de governança caracterizadas pelo acrônimo ESG - *Environmental, Social and Governance* (OECD, 2017). Esse conjunto grande e de certa forma ainda mal definidos de critérios têm sido cada vez mais usados para avaliar o desempenho das empresas, condicionando seu acesso a recursos. Estimativas do Princípios de Investimento Responsável da ONU indicam que em 2018 cerca de 26% de todos os ativos financeiros globais gerenciados por profissionais podem ser considerados como investimentos responsáveis (GSIA, 2019).

Ertürk (2020) aponta que apesar desse crescimento exponencial pelo qual os investimentos responsáveis vêm passando nos últimos anos não necessariamente significam que as práticas empresariais venham se transformando, mas que há uma grande subscrição às suas aspirações. O autor aponta que o propósito do PRI é fazer com que os investimentos racionais se tornem uma “escolha racional” por conta de demanda dos clientes, de aspectos materiais e das influências regulatórias. Entretanto, para ele os mercados guiados por parâmetros ESG tendem a desconectar os mercados de capital da economia real, uma vez que os mercados financeiros são um jogo em si mesmo, com seus próprios interesses e lógicas, um “simulacro” para as escolhas dos investidores e evitam que as consequências dessas mudanças aparentemente positiva transforme as práticas empresariais.

Essa tendência parece se exacerbar na medida em que a lógica de índice ESG se combina com a dos ETFs, conforme abordaremos a seguir.

## **Método**

A pesquisa foi inspirada na literatura sobre a financeirização de grandes empresas, a expansão dos fundos indexados e as novas abordagens para investimentos socialmente responsáveis. Para compreender a relação entre investimentos de gestão passiva, investimentos responsáveis e a operacionalização destas modalidades no universo das empresas de capital aberto no Brasil, foi realizada uma pesquisa que combinou elementos de abordagem quantitativa e qualitativa em um estudo de múltiplos casos (YIN, 1994). Para ilustrar a relação de uma parte dos investimentos de gestão passiva alocados em ETFs e as empresas que compõem os índices por eles rastreados, foram considerados os

dados referentes a três frigoríficos, JBS, MARFRIG e MINERVA que além de comporem a carteira do IBOVESPA participam de alguns dos índices ESG da bolsa. Os dados foram coletados na B3, na consultoria global ETFGI, nas publicações institucionais das organizações estudadas e na imprensa de negócios. A B3 disponibiliza relatórios mensais dos ETFs listados contendo o histórico de negociação, categoria de investidores e um conjunto de outras informações sobre cada produto. Na pesquisa foram utilizados os dados do boletim de fevereiro de 2021. A escolha do IBOVESPA se justifica pelo menos por três razões: por ser o principal índice da B3; por ser o índice com o maior número de ETFs atrelados e pelo volume de recursos alocados nos ETFs que rastreiam o índice. Para os índices ESG, foram considerados os índices com ETFs acoplados. Foi realizada uma análise comparativa da relevância dos ETFs ESG com os ETFs acoplados ao IBOVESPA. Foi analisado quais gestoras de ETFs possuem posição acionária nas empresas consideradas. No grupo de ETFs que rastreiam o IBOVESPA está o BBOV11, do Banco do Brasil, o BOVA11 do grupo Blackrock, o BOVB11 do Bradesco, o BOVV11 do ItaúUnibanco e o XBOV11 da Caixa Econômica Federal. No grupo de ETFs ESG está o ECOO11 da Blackrock e que rastreia o ICO2, Índice Carbono Eficiente; o ESGB11 do BTG Pactual e que rastreia o S&P/B3 Brasil ESG, índice que mede a performance das empresas com as melhores práticas de sustentabilidade baseadas em critérios ESG, utilizando uma metodologia internacional; e os dois ETFs do ItaúUnibanco, o GOVE11 que rastreia o IGCT, índice de Governança Corporativa Trade; e o ISUS que rastreia o ISE, Índice de Sustentabilidade Empresarial. Como cada empresa possui uma participação teórica na carteira que compõe os índices de mercado, para cada empresa foram considerados os percentuais em cada índice para realizar o cálculo teórico dos valores equivalentes das empresas nos ETFs considerados na pesquisa. As críticas e cobranças em relação ao posicionamento dos agentes financeiros, Blackrock e BNDES, sobre as denúncias envolvendo os frigoríficos pesquisados, foram obtidas no site O Eco.

### **Trajatória dos ETFs no Brasil: Novo Mercado e Novos Índices**

A organização atual da bolsa de valores brasileira, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) teve início em 2001, com o lançamento do Novo Mercado, organizado em função de “boas práticas” de Governança Corporativa (GC) apresentadas pelas empresas listadas, na então BOVESPA. No mercado de capitais brasileiro as empresas passavam a ter a possibilidade de ser classificada em diferentes níveis de GC, contribuindo para a criação do Índice de Governança Corporativa (IGC), atualmente considerado um índice ESG. O

principal índice ESG da bolsa brasileira é o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). De acordo com Sartore (2012) o ISE seguiu o *benchmark Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) da bolsa de Nova York, lançado em 1999, em contexto de difusão de índices análogos, nos principais mercados de capitais. Segundo a autora, os agentes interessados na temática dos Investimentos Socialmente Responsáveis (ISR) eram “os bancos comerciais, os gestores de ativos, a mídia de negócios e os provedores de índices que pertencem à esfera privada” (SARTORE, 2012, p. 175). No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) teve papel central no processo de reestruturação do mercado de capitais, uma vez que, para o momento pós privatizações dos anos 1990, fortalecer o mercado de capitais para as empresas privatizadas se reestruturarem como empresas de capital aberto foi uma estratégia pavimentada pelo banco. O lançamento do primeiro ETF no Brasil teve como protagonista o BNDES. A participação acionária do banco no IBRX50, índice das 50 empresas com maior negociação na bolsa, foi a base para criação do PIBB11, atualmente, administrado pelo Itaú Unibanco (Mundo Neto; Donadone, 2020). O ETF, enquanto novidade financeira, estava entre um conjunto de outras “ferramentas” atualizadas e que permitiam ampliar a inserção do país no circuito internacional das finanças (GRÜN, 2005). O surgimento do ETF PIBB11 estava vinculado à estratégia do BNDES em atuar também como Banco de Investimento, fomentando a indústria de capital de risco, seja na corrente de *venture capital* como na de *private equity* (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017). Como a abertura de capital está entre as estratégias de desinvestimento preferida entre gestores de *private equities*, conforme as empresas com investimentos do BNDES abriam o capital, o Banco, automaticamente, se tornava acionista. A política do BNDES de investir em empresas e exigir a adoção de “boas práticas de governanças corporativa” tornou a carteira de investimentos do banco repleta de empresas presentes em carteiras de vários outros índices, inclusive o IBRX50 (MUNDO NETO ET AL, 2011, p.8). Atualmente, a B3 é controlada por um conjunto de gestoras de investimentos internacionais, conforme indicado no Quadro 1. Os principais acionistas da B3 estão entre os principais emissores de ETFs no mundo, entre eles, dois “Big Three”, os grupos Blackrock e Vanguard, além do Itaú Unibanco que se destaca no mercado nacional. A B3 é uma das empresas brasileiras em que o grupo Blackrock mantém maior posição acionária, 3,31% (em 14/05/21).

**Quadro 1- Posição acionária dos principais acionistas (*shareholders*) da B3, em 14/05/21.**

Shareholders		
Name	Equities	%
Capital Research & Management Co. (Global Investors)	109,048,397	5.34%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	103,073,698	5.05%
BlackRock Fund Advisors	67,635,148	3.31%
The Vanguard Group, Inc.	63,349,093	3.10%
Invesco Advisers, Inc.	62,837,855	3.08%
Fidelity Management & Research Co. LLC	50,038,084	2.45%
Baillie Gifford & Co.	41,202,989	2.02%
Thornburg Investment Management, Inc.	38,166,373	1.87%
JPMorgan Asset Management (UK) Ltd.	35,430,912	1.74%
Itaú Unibanco SA	28,303,917	1.39%

Fonte: Marketscreener (2021). <https://www.marketscreener.com/quote/stock/B3-S-A-BRASIL-BOLSA-42489953/company/>

Em março de 2021, no mercado global de ETFs havia 7.841 fundos que reuniam US\$8,331 trilhões (ETFIGI, 2021). No Brasil, em fevereiro de 2021, havia 31 ETFs listados na B3, sendo 24 deles ETFs de renda variável e 07 ETFs de renda fixa, somando um total de R\$ 39,11 bilhões em ativos que representavam menos de 1% do mercado global, conforme detalhado no Quadro 2. Em novembro de 2020, a B3 comunicou o início das operações com BDRs<sup>3</sup> (*Brazilian Depositary Receipt*) de 37 ETFs da Blackrock, sendo que 35 deles rastreiam índices de ações e 02 rastreiam commodities (B3, 2020). O grupo Blackrock opera ETF no Brasil desde em 2008. Com a inclusão desses 37 novos ETFs, o número de produtos ofertados mais que duplica na B3 e amplia a dominação do “*Big Three*” no mercado brasileiro, em produtos, investidores e volume de recursos. De acordo com Mundo Neto; Donadone (2020), no mercado brasileiro de ETFs, além da Blackrock, o grupo Itaú Unibanco se destaca desde a criação do primeiro ETF em parceria com o BNDES e se tornou a gestora nacional responsável pelo maior número de ETFs listados na B3.

<sup>3</sup> De acordo com a B3: “Os Brazilian Depositary Receipts Patrocinados (BDR) são valores mobiliários emitidos no Brasil, que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no Exterior.” [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/brazilian-depositary-receipts-bdrs-patrocinados-niveis-i-ii-e-iii.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/brazilian-depositary-receipts-bdrs-patrocinados-niveis-i-ii-e-iii.htm)

## Apresentação e análise dos dados

Quando comparado com o mercado global de ETFs, o mercado brasileiro ainda é pequeno, mas tem apresentado crescimento nos últimos anos e com a participação de agentes internacionais. Do total de recursos aplicados nesse mercado, em fevereiro de 2021, os ETFs que rastreiam o IBOVESPA eram responsáveis por R\$ 23,12 bilhões e os ETFs ESG reuniam R\$ 257,3 milhões, indicando a importância do índice IBOVESPA e dos respectivos ETFs, na bolsa brasileira, conforme indicado nos Quadro 2 e Quadro 4.

### Quadro 2- Evolução do Patrimônio Líquido de ETFs de renda variável e ETFs de renda-- fixa listados na B3, em fevereiro de 2021.

Evolução do Patrimônio Líquido por ETF (R\$ milhões)  
Evolution of Net Equity (BRL Millions)

Produto / Product	ETF	fev/2020	mar/2020	abr/2020	mai/2020	jun/2020	jul/2020	ago/2020	set/2020	out/2020	nov/2020	dez/2020	jan/2021	fev/2021	
ETF de Renda Variável	BOVA11	12.067,2	12.995,2	11.978,2	12.509,3	12.812,0	12.862,4	11.982,4	11.654,1	11.766,1	14.261,6	14.537,5	13.925,2	15.040,1	
	BOVV11	7.772,6	6.413,2	6.334,3	6.261,7	4.961,5	4.549,4	4.222,7	4.443,8	4.115,3	4.643,4	5.489,0	5.300,7	5.234,4	
	IVVB11	768,8	1.341,3	1.806,4	1.786,0	1.843,0	1.871,6	2.260,0	2.341,1	2.375,7	2.548,0	2.800,3	3.189,0	3.365,8	
	BOVB11	1.922,2	1.530,2	1.687,2	1.788,2	1.992,2	2.141,7	1.998,5	1.912,6	1.758,3	2.092,4	2.347,4	2.275,4	2.176,1	
	PIBB11	1.519,3	1.143,4	1.319,9	1.466,6	1.597,1	1.751,7	1.786,0	1.745,7	1.749,0	1.980,6	2.070,7	2.036,8	2.046,6	
	SMAL11	2.366,7	1.678,8	1.406,5	1.429,9	1.774,4	1.835,0	1.636,6	1.525,6	1.425,4	1.649,2	1.827,9	1.843,2	1.808,7	
	SPXI11	356,1	387,5	517,0	499,7	547,7	754,8	1.008,0	1.117,0	1.140,2	1.219,7	1.379,6	1.569,2	1.812,3	
	SMAC11	294,4	238,0	206,0	231,2	270,0	375,6	437,8	505,9	471,9	563,4	662,3	762,1	808,1	
	BBOV11										515,7	575,2	641,0	590,2	
	DIVO11	307,1	216,6	229,9	238,9	265,9	277,3	284,0	276,2	277,9	289,7	322,8	303,4	300,1	
	ESGB11										97,5	115,6	141,9	147,2	
	XINA11											14,9	132,3	266,0	
	XBOV11	92,1	64,8	71,3	77,4	84,0	90,8	87,7	83,6	96,8	112,1	122,4	118,4	113,2	
	FIND11	40,7	23,5	24,4	21,2	52,7	78,6	43,4	40,6	85,6	89,6	88,9	94,2	211,6	
	BRAX11	78,0	54,8	60,3	65,4	71,2	77,1	74,5	71,2	62,9	72,6	79,2	67,2	64,9	
	GOLD11													63,3	
	ECOO11	55,3	38,2	42,3	45,4	49,5	53,9	51,0	48,2	47,3	54,3	59,2	56,4	52,9	
	BBSB11	34,8	22,0	23,4	24,7	27,2	29,7	27,9	30,4	30,5	34,6	37,6	35,8	34,0	
	ISUS11	27,6	19,2	21,6	23,4	25,0	27,6	30,3	28,7	28,4	31,0	33,2	32,0	30,7	
	GOVE11	18,5	12,8	14,2	15,3	16,7	18,2	17,6	16,7	16,6	19,1	20,8	30,4	29,4	
	MATB11	12,9	10,2	11,2	12,6	13,2	14,5	16,0	16,1	19,3	24,4	27,0	29,7	38,8	
	XFIX11												20,6	20,7	
	EURP11													15,6	
	ACWI11													1,0	
		Sub Total	27.734,3	26.189,6	25.753,9	26.496,8	26.403,4	26.810,0	25.964,5	25.857,6	26.080,4	30.376,8	32.724,1	32.639,2	34.306,1
	ETF de Renda Fixa	IMAB11	2.448,0	2.219,3	2.247,9	2.281,6	2.116,2	2.208,4	2.168,3	2.256,9	2.138,6	2.181,2	2.285,0	2.266,5	2.327,3
		IMBB11	850,0	790,6	800,8	812,8	829,3	865,5	849,9	836,9	838,5	855,1	895,9	888,6	875,0
IBSM11		545,8	486,1	495,7	553,4	677,3	726,7	700,3	681,9	792,4	812,8	873,0	858,7	896,3	
IRFM11		201,0	200,8	203,0	205,9	207,5	209,7	208,0	206,8	206,1	206,9	211,3	209,4	206,5	
B5MB11		181,4	161,5	164,8	166,4	171,1	183,6	176,9	172,3	172,6	177,0	190,1	187,0	182,6	
BSP211												159,1	161,9	162,1	
FIXA11		206,0	206,5	158,1	160,8	164,8	170,1	171,1	172,3	170,9	154,6	159,1	154,2	150,9	
		Sub Total	4.432,3	4.064,8	4.070,3	4.180,8	4.166,2	4.364,0	4.274,5	4.327,0	4.319,1	4.546,6	4.776,3	4.726,5	4.799,8
		Total	32.166,6	30.254,4	29.824,2	30.677,7	30.569,7	31.174,0	30.239,0	30.184,6	30.399,5	34.923,4	37.500,4	37.365,7	39.105,9

Fonte: B3 (2021). Boletim Mensal ETF.

As empresas JBS, MARFRIG e MINERVA, possuem pontos comum em suas trajetórias e processo de financeirização. Elas foram fundadas por famílias modestas que passaram a integrar a Elite industrial nacional (os Batista; os Molina e os Vilela De Queiroz). As empresas cresceram com estratégia sustentada em aquisições de empresas, com participação de investidores institucionais. As três empresas abriram o capital em



2007, participando de um dos maiores ciclos de expansão do mercado de capitais brasileiro, anterior à crise de 2008. A JBS e a MARFRIG receberam aportes do BNDES, por meio da subsidiária BNDESPar, como parte da política do banco de apoiar grandes empresa “campeãs nacionais” inspirada em políticas similares implementadas na China e na Coreia do Sul (MUNDO NETO ET AL, 2011).

Após a abertura de capital, o banco se tornou acionista e membro do grupo de controle, passando a ser criticado tanto por representantes do espaço financeiro, pela concentração de recursos em grandes empresas e demora no desinvestimento, como por representantes de movimentos ambientais, pela expansão do desmatamento na Amazonia, provocado pelo avanço da pecuária na região (O ECO, 2020a). O desinvestimento do BNDES na MARFRIG ocorreu no início de 2020, mas o banco permanece na JBS como parte do grupo de controle, com 22,17% (BNDES, 2020). Recentemente, a crítica de representantes do movimento pela preservação da floresta foi direcionada ao grupo Blackrock, um dos “Big Three”, líderes mundiais em fundos de gestão passiva WENZEL; PAPINI; HOFMEISTER (2020). A Blackrock se justificou argumentando que não pode agir diretamente junto aos frigoríficos denunciados, por possuir a maior parte de investimentos em fundos indexados (O ECO, 2020b). Conforme indicado no Quadro-4, o grupo Blackrock reúne o maior volume de recursos no mercado nacional de ETFs, com destaque para o BOVA11. Além disso ele possui o maior volume de recursos alocado na modalidade de gestão ativa (posição acionária) nos frigoríficos analisados, conforme indicado no Quadro 3.

Os três frigoríficos passaram por um processo de internacionalização dos negócios e receberam aporte de gestoras de investimentos nacionais e internacionais. Apesar das estratégias de crescimento serem semelhantes, atualmente, as empresas possuem pesos diferentes no mercado de capitais brasileiro. As participações no IBOVSPA são 2,016%, 0,305% e 0,113%, respectivamente, conforme indicado no Quadro 3.

Além de figurar entre as principais empresas listadas na B3, nos últimos meses, as três empresas anunciaram distribuição de dividendos e planos de recompra de ações (JBS, 2021); (MARFRIG, 2021); (MINERVA, 2021). Estas estratégias indicam a influência indireta de grandes gestores de ativos como a Blackrock e sinalizam a naturalização (entre seus executivos) das estratégias que levam a concentração da propriedade e poder entre os “Big Three”. De acordo com Lazonick e Shin (2019) a distribuição de dividendos acima do mínimo previsto e recorrentes planos de recompra de ações estão, atualmente, entre as principais estratégias de financeirização das

empresas, ou, segundo os autores, constituem uma forma predatória de extração de valor no sistema capitalista.

Nos índices ESG, destaca-se o grupo MARFRIG que está presente nas quatro carteiras consideradas, seguido pelo grupo MINERVA, presente em três delas e o JBS, em duas. As ocorrências dos frigoríficos na carteira de índices ESG seria parte da estratégia de se apresentar como integrante de um portfólio de investimentos sustentáveis, constituído por empresas comprometidas com questões ambientais, sociais e econômicas, desde que, avaliadas pelas métricas de sustentabilidade do campo das finanças. Verificou-se que os fundos de índices ESG ainda são muito genéricos e, em grande parte, são renomeações de índices já existentes. A somatória do patrimônio líquido destes fundos (R\$ 257,3 milhões) é 1,11% da somatória dos ETFs que rastreiam o Ibovespa (R\$ 23,12 bilhões). O conjunto de dados indica como os ETFs que rastreiam o Ibovespa contribuem para a captação de recursos para as empresas que fazem parte do índice, mesmo na situação em que a empresa não faça parte do portfólio de investimentos diretos das gestoras dos fundos, conforme pode ser verificado ao analisarmos os dados dos Quadro 4 e Quadro 5.

Os dados indicam que os gestores de ETFs nacionais adotaram estratégia análoga ao grupo Blackrock, único representante dos “Big Three” com ETFs listado na B3. O grupo Itaú Unibanco, o Banco do Brasil, o Bradesco e o BTG Pactual estão com posição acionária minoritária em pelo menos um dos frigoríficos analisados. O grupo JBS é o que recebe o maior volume de investimentos diretos dos grupos Blackrock, Itaú Unibanco e BTG Pactual. No grupo Minerva, os investimentos são dos grupos Blackrock, Banco do Brasil e Bradesco. Já no grupo Marfrig os investimentos diretos são apenas do Banco do Brasil, conforme indicado no Quadro 5.

**Quadro 3- Valor de mercado dos frigoríficos JBS, MARFRIG e MINERVA e as suas respectivas participações nos índices de mercado da B3, em 26 de março de 2021.**

Empresa	Valor de mercado (R\$)	% Ibovespa	%IGCT	%ICO2	%ISE	%ESGB
JBS	75.357.145.978,24	2,016	1,74	1,445	0	0
Marfrig	11.959.374.157,50	0,305	0,263	0,786	1,016	0,66587
Minerva	5.395.931.295,86	0,113	0,098	0	0,385	0,69129

Fonte: Marketscreener (14/04/2021). <https://www.marketscreener.com>; B3 (2021).

**Quadro 4- ETFs que rastreiam o índice IBOVESPA, índices ESG e os valores teóricos das empresas em cada ETF, em fevereiro de 2021.**

ETFs que rastreiam o IBOVESPA (ETFs Ibov)							
ETF	Índice	Gestora	patrimonio liquido	% ETFs Ibov	Valor teórico da empresa no ETF (gestão passiva)		
					JBS	MARFRIG	MINERVA
BBOV11	IBOVESPA	BB	558.700.000,00	2,4%	11.263.392,00	1.704.035,00	631.331,00
BOVA11	IBOVESPA	Blackrock	15.040.100.000,00	65,0%	303.208.416,00	45.872.305,00	16.995.313,00
BOVB11	IBOVESPA	Bradesco	2.176.100.000,00	9,4%	43.870.176,00	6.637.105,00	2.458.993,00
BOVV11	IBOVESPA	ItauUnibanco	5.234.200.000,00	22,6%	105.521.472,00	15.964.310,00	5.914.646,00
XBOV11	IBOVESPA	Caixa	113.200.000,00	0,5%	2.282.112,00	345.260,00	127.916,00
<b>subtotal</b>		<b>ETFs ibov</b>	<b>23.122.300.000,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>466.145.568,00</b>	<b>70.523.015,00</b>	<b>26.128.199,00</b>
ETFs que rastreiam índices ESG (ETFs ESG)				% ETFs ESG			
ECOO11	ICO2	Blackrock	52.900.000,00	21%	764.405,00	415.794,00	0,00
ESGB11	S&P/B3 Br	BTG Pactual	144.300.000,00	56%	0,00	960.850,41	997.531,47
GOVE11	IGCT	ItauUnibanco	29.400.000,00	11%	511.560,00	77.322,00	28.812,00
ISUS11	ISE	ItauUnibanco	30.700.000,00	12%	0,00	311.912,00	118.195,00
<b>sub total</b>		<b>ETFs ESG</b>	<b>257.300.000,00</b>	<b>100%</b>	<b>1.275.965,00</b>	<b>1.765.878,41</b>	<b>1.144.538,47</b>

Fonte: B3 – Boletim Mensal ETF – fevereiro (2021).

**Quadro 5- Percentual da posição acionária das gestoras de ETFs nas empresas JBS, MARFRIG e MINERVA e os valores equivalentes em R\$, em 13/05/21.**

%	Blackrock	ItauUnibanco	B. Brasil	Bradesco	BTG
JBS	1,36	0,87			0,56
MARFRIG			1,09		
MINERVA	0,82		0,85	2,13	
R\$					
JBS	1.024.857.185,30	655.607.170,01			422.000.017,48
MARFRIG			130.357.178,32		
MINERVA	44.246.636,63		45.865.416,01	114.933.336,60	

Fonte: Marketscreener (2021).

**Considerações finais**

A dinâmica dos investimentos indexados ilustra uma nova forma de governança envolvendo grandes gestoras de investimentos e as grandes empresas listadas em bolsa. Essa estratégia de governança é sustentada em índices de mercados e em fundos indexados. Chama atenção o fato destas inovações servirem tanto como novas formas de acumulação e concentração de poder e, ao mesmo tempo, como justificção e parte da narrativa para isentar os grandes gestores de investimentos em relação a atuação de empresas que fazem parte da carteira dos índices que governam os fundos.

O volume de recursos alocados em fundos indexados são cada vez maiores e de escopo internacional. Um exemplo é o caso do EWZ ISHARES MSCI BR da Blackrock, ETF listado nos Estados Unidos que segue o índice MSCI Brazil. De acordo com os dados fornecidos pelo site MarketScreener (2021), esse ETF reunia, em março de 2021, um patrimônio de US\$ 5,5 bilhões, equivalente à somatória do patrimônio líquido de todos ETFs de renda variável na B3, indicando como esta forma de captação de recursos cada vez mais ganha relevância para as grandes empresas e para os “Big Three”.

Ainda que o mercado nacional de ETFs seja pequeno ele tem contribuído para redefinição de estratégias dos grandes grupos financeiros que oferecem ETFs, uma vez que as gestoras de ETFs passaram a ocupar posição acionária minoritária nas empresas que compõem os principais índices de mercado, conforme indicado no caso dos três frigoríficos que estão no IBOVESPA. Por outro lado, foi possível constatar que as empresas listadas na B3 procuram participar do maior número de índices de mercado, confirmado pela alta ocorrência dos frigoríficos em índices ESG. Os fundos de índices garantem enorme poder às grandes gestoras de investimentos e os índices de mercado garantem às empresas das carteiras tanto grande volume de recursos, exemplificado pelo Ibovespa, como legitimidade, ilustrada pelos índices ESG.

## **Bibliografia**

B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). BDRs de ETFs iShares da BlackRock serão negociados na B3 a partir desta segunda-feira. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/bdrs-8AA8D0CC75AFAFFD017619E5A42070B0.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/bdrs-8AA8D0CC75AFAFFD017619E5A42070B0.htm) . Acesso realizado em: 03 mai. 2021.

\_\_\_\_\_. Boletim Mensal ETF – Fevereiro de 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/). Acesso realizado em: 12 abr. 2021

BEBCHUCK, Lucian; HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. *Boston University Law Review*, Vol. 99, 2019, pp. 721-741.

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Carteira Acionária, 2020. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/carteira-acionaria>. Acesso realizado em: 10 abr. 2021.

BOGLE, John C. *Lightning Strikes: The Creation of Vanguard, the First Index Mutual Fund, and the Revolution It Spawned*. *The Journal of Portfolio Management Special 40th Anniversary Issue* 2014, 40 (5) 42-59; DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.2014.40.5.042>

\_\_\_\_\_. *The Index Mutual Fund: 40 Years of Growth, Change, and Challenge*. *Financial Analysts Journal*. Jan/Fev, 2016.

DEVILLE, L. (2008), 'Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research'. In: C. Zopounidis, M. Doumpos and P. Pardalos (eds), *Handbook of Financial Engineering* (New York: Springer), pp. 67–98.

DEVILLE, L.; OUBENAL, M. (2012), 'Legitimizing an Ambiguous Financial Innovation: The case of Exchange-Traded Funds in France', In I. Huault and C. Richard (eds), *Finance: The Discreet Regulator. How Financial Activities Shape and Transform the World* (Basingstoke: Palgrave Macmillan), pp. 212–32.

ERTÜRK, I. Shareholder Primacy and Corporate Financialization. In: MADER, P; MERTENS, D; van der Zwan, N; editors, *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge. 2019. p. 43-55.

ERTÜRK, I. Money and Green Economy: financialised solutions to the environmental problems. In: *Annals of the Annual Conference of the Society for Advancements in Socio Economics*, 2020.

ETFGI (2020). *Global Data, 2020*. Disponível em <https://etfgi.com/>. Acesso realizado em 14 jul 2020.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNADO, Javier (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326. doi:10.1017/bap.2017.6

FICHTNER, Jan.; HEEMSKERK, Eelke M. Heemskerk. The New Permanent Universal Owners: Index funds, patient capital, and the distinction between feeble and forceful stewardship. *Economy and Society*, 2020. DOI: 10.1080/03085147.2020.1781417

FINK, L. "Larry Fink's Annual Letter to CEOs: A Sense of Purpose", Estados Unidos, 2018. Disponível em: <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

FOUCAULT, Michel. **Security, territory, population: lectures at the Collège de France, 1977-78**. Springer, 2007.

HISS, Stefanie. The politics of the financialization of sustainability. *Competition & Change*, v. 17, n. 3, p. 234-247, 2013.

GRUN, Roberto. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. *Rev. bras. Ci. Soc.*, São Paulo, v. 20, n. 58, p. 67-90, jun. 2005.

JBS (2021). Relação com Investidores. Central de Download. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>. Acesso realizado em: 03 mai. 2021.

LAZONICK, W.; SHIN, J. Predatory Value Extraction: How the looting of the business corporation became the U.S. Norm and how the prosperity can be restored. Oxford University Press, 2019.

MARFRIG (2021). Investidores. Central de Downloads. Disponível em: <https://ri.marfrig.com.br/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em: 03 mai. 2021.

MINERVA (2021). Investidores. Central de Downloads. Disponível em: [http://ri.minervafoods.com/minerva2012/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=40396](http://ri.minervafoods.com/minerva2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=40396). Acesso em 03 mai. 2021.

MUNDO NETO, M.; DESIDÉRIO, W. A.; DONADONE, J. C. Fundos privados com governança: a recente atuação da BNDESPar na construção do modelo “brasileiro” de *private equities*. Revista Interface Tecnológica, [S. l.], v. 8, n. 1, p. 61-72, 2011. Disponível em: <https://revista.fatectq.edu.br/index.php/interfacetecnologica/article/view/60>. Acesso em: 15 maio. 2021.

MUNDO NETO, M.; SALTORATO, P. Atores, ações e dominação cultural na construção da indústria de capital de risco no Brasil. ESTUDOS DE SOCIOLOGIA (SÃO PAULO), v. 22, p. 217-234, 2017. Disponível em: <https://periodicos.fclar.unesp.br/estudos/article/view/10259>. Acesso realizado em: 15 mai. 2021.

MUNDO NETO, M; DONADONE, J.C. . Financeirização das Grandes Empresas e o Mercado de ETFs (*Exchange Traded Funds*) no Brasil. In: VII Simpósio Internacional Desigualdades, Diretos e Políticas Públicas, 2020, São Leopoldo. VII Simpósio Internacional Desigualdades, Diretos e Políticas Públicas. São Leopoldo, 2020.

NFGS - Network for Greening the Financial System. A call for action: Climate change as a source of financial risk. April 2019. Disponível em <[https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf)>

POLANYI, Karl. **A grande transformação**. Leya, 2013.

O ECO (2020a). BNDES poderia ter mudado o curso do desmatamento na Amazônia, mas lavou as mãos. Disponível em: <https://www.oeco.org.br/reportagens/bndes-poderia-ter-mudado-o-curso-do-desmatamento-na-amazonia-mas-lavou-as-maos/>. Acesso realizado em: 13 abr. 2021.

O ECO (2020b). Resposta Blackrock. Disponível em: <https://www.oeco.org.br/wp-content/uploads/2020/08/Resposta-Blackrock.pdf>. Acesso realizado em: 13 abr. 2021.

OECD. Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors. 2017. Disponível em <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>\_\_\_\_\_ (2020b). Com R\$ 22 bi blackrock te bala

de prata para frigoríficos que desmatam Amazônia. Disponível em: <https://www.oeco.org.br/reportagens/com-r-22-bi-blackrock-tem-bala-de-prata-para-frigorificos-que-desmatam-amazonia/>. Acesso realizado em: 12 abr. 2021.

\_\_\_\_\_(2020c). Resposta da Blackrock. Disponível em: <https://www.oeco.org.br/wp-content/uploads/2020/08/Resposta-Blackrock.pdf>. Acesso realizado em: 12 abr. 2021.

SAMUELSON, Paul A. *Challenge to Judgment. Journal of Portfolio Management*, vol. 1, no. 1 (Fall 1974): 17–19.

SARTORE, Marina de Souza. A sociologia dos índices de sustentabilidade. *Tempo soc.*, São Paulo, v. 24, n. 2, p. 169-187, Nov. 2012. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-20702012000200009&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20702012000200009&lng=en&nrm=iso). Acesso em: 16 Mai 2021.

SARTORE, M. D. S. Convergência de elites: a sustentabilidade no mercado financeiro. **Tese (Doutorado em Ciências Sociais)**, Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, SP, 2010. USEEM, Michael. *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. Basic Books: New York, 1996.

WENZEL, Fernanda; PAPINI, Pedro; HOFMEISTER, Naira. Com R\$ 2,2 bi, BlackRock tem bala de prata para frigoríficos que desmatam Amazônia. **O ECO**, 30/08/20. Disponível em: <https://www.oeco.org.br/reportagens/com-r-22-bi-blackrock-tem-bala-de-prata-para-frigorificos-que-desmatam-amazonia/>. Acesso realizado em: 23 mar. 2021.