

O VALOR DO ISE

Principais estudos e a perspectiva dos investidores

São Paulo | Novembro de 2012

Realização

BM&FBOVESPA

Autoria (GVces)

Fernanda Macedo, Helton Barbosa, Isabela Callegari, Mario Monzoni e Roberta Simonetti (coordenação)

Agradecimentos

Alexandre Sanches Garcia, Alvaro Camassari (Abrapp), José Guilherme F. de Campos, Marcela Zonis (PRI) e Prof. Ricardo Ratner Rochman (FGV-SP)

Contato

ise@fgv.br

Sumário

Apresentação.....	4
1. Introdução.....	6
2. Principais tendências.....	7
3. Risco e Retorno.....	13
4. Ganho de Valor.....	15
4.1 Ganhos tangíveis.....	15
4.2 Ganhos intangíveis.....	18
5. ISR no Brasil e o ISE.....	20
5.1 Processo seletivo das empresas.....	21
5.2 Questionário ISE e Metodologia.....	21
5.3 Fundos referenciados no ISE.....	23
5.4 ETF do ISE.....	24
6. O ISE para os Fundos de Pensão.....	24
6.1 A importância da transparência.....	25
6.2 Conhecimento do ISE pelos gestores e analistas.....	25
6.3 O papel do ISE na decisão de investimento.....	26
7. Bibliografia.....	29

Apresentação

Há quase 9 anos surgiu a ideia da criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, que se concretizou com o seu lançamento em novembro de 2005. A cada ano, o índice se confirma como importante fator de indução das empresas em busca de um modelo de negócios que contribua com o desenvolvimento sustentável.

Em 2010, quando foram definidos os objetivos estratégicos do ISE para um horizonte de cinco anos, o Conselho Deliberativo do ISE (CISE), a BM&FBOVESPA e o GVces se comprometeram, entre outros, a trabalhar para aumentar o número de empresas participantes no processo, incrementar o volume de recursos investidos e produtos vinculados ao índice, e torná-lo um benchmark de investimentos sustentáveis e responsáveis. Esses objetivos foram definidos a partir de uma série de diálogos realizados com os principais *stakeholders* do índice e, para alcançá-los, a BM&FBOVESPA encomendou este estudo, a fim de ampliar a participação das empresas e aumentar o engajamento dos investidores.

Neste percurso, torna-se cada vez mais claro para as empresas o benefício de ser parte deste processo. O ISE destaca-se dentre seus pares por ter um processo coletivo de aperfeiçoamento da sua principal ferramenta de avaliação das empresas, que é o questionário-base, seja por meio da consulta e audiência pública, das oficinas e outras formas de aprimoramento e revisão do questionário. Esse processo confere legitimidade à metodologia adotada, além de refletir melhor as demandas da sociedade em relação à sustentabilidade empresarial.

Na perspectiva das empresas, o valor de participar de iniciativas voluntárias em sustentabilidade é percebido por meio dos ganhos intangíveis que essas experiências proporcionam, como reputação e compartilhamento de experiências na comunidade empresarial, ou por ganhos tangíveis, ainda pouco conhecidos, mas já abordados em estudos que consideram o valor de mercado, a relação entre desempenho financeiro e desempenho socioambiental ou reações do mercado financeiro às ações das companhias “mais sustentáveis”.

Uma vez convencidos de que as empresas que participam do processo do ISE estão na vanguarda no tratamento da complexa temática da sustentabilidade, sentimos a necessidade de fortalecer a participação de um ator-chave neste cenário: o investidor, seja ele institucional ou de varejo.

Para os investidores, a sustentabilidade representa uma oportunidade, na medida em que o mercado de Investimento Sustentável e Responsável (ISR) segue sua trajetória de expansão e comprova a demanda por empresas cujas atividades possam se sustentar no longo prazo, com ganhos ambientais, sociais e econômicos.

Notamos que ainda há um longo caminho a ser percorrido para fortalecer e consolidar os mecanismos de mercado que podem viabilizar a nova economia. Para isso, apostamos no engajamento e aproximação com investidores institucionais, para auxiliá-los a cumprir uma agenda já inaugurada por iniciativas internacionais, já consolidadas, como o *Principles for Responsible Investment* (PRI), ou em construção, como o *Global Initiative for Sustainability Ratings* (GISR).

Este estudo foi elaborado com o objetivo de reunir as principais linhas de pesquisa que buscam identificar e traduzir o valor em participar de iniciativas como o ISE. Ele está estruturado em três grandes frentes. Na primeira, fizemos um levantamento e reunimos as principais informações sobre as tendências do ISR nos dois maiores nichos deste mercado: Europa e Estados Unidos, além dos resultados de uma pesquisa do MIT realizada com executivos sobre o valor da sustentabilidade no mercado atual. Em seguida, fizemos um levantamento, não exaustivo, de estudos acadêmicos que procuram identificar os ganhos intangíveis e tangíveis adquiridos pelas empresas por meio da participação no ISE ou em iniciativas correlatas. Por fim, apresentamos os resultados de uma pesquisa realizada com importantes fundos de pensão brasileiros, que teve como objetivo investigar o grau de conhecimento sobre o ISE e como este poderia ser utilizado em seu processo de análise e tomada de decisão.

Não temos certeza sobre o rumo que o mundo e a economia irão tomar no futuro, mas é certo que eles serão diferentes de hoje e que empresas e investidores que se prepararem para este futuro serão beneficiados. Ainda há um longo caminho a ser percorrido e esperamos contribuir com a construção desta estrada, que é o desenvolvimento sustentável.

Boa leitura!

Roberta Simonetti

Coordenadora Executiva do ISE

Centro de estudos em Sustentabilidade da EAESP-FGV (GVces)

1. Introdução

O Investimento Sustentável e Responsável (ISR) é definido pelo *European Sustainability Forum* (Euro-sif) como um processo de investimento que alia os objetivos financeiros do investidor com suas preocupações e valores acerca do meio ambiente, da sociedade e de questões de governança (*Environmental, Social and Governance – ESG*).

O mercado de ações tem um importante papel de promover a adoção de critérios ESG por parte dos investidores e, dessa forma, incentivar o crescimento do ISR. Esse poder de indução se reflete no significativo aumento do número de índices de sustentabilidade existentes que, de acordo com a pesquisa "*Sustainable Stock Exchanges: Real Obstacles, Real Opportunities*", já ultrapassa a marca de 50 índices em diversas bolsas ao redor do mundo.

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) foi o quarto índice desta natureza a ser lançado no mundo, em 2005, em uma iniciativa pioneira na América Latina. Ele reúne as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA com as melhores práticas em gestão empresarial e com maior alinhamento estratégico com a sustentabilidade, representando um incentivo para que as empresas busquem o desenvolvimento econômico com inclusão social e respeito ao meio ambiente, e ao mesmo tempo, serve como um indutor do mercado de Investimento Sustentável e Responsável no Brasil. Sua missão é induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade empresarial e apoiar os investidores na tomada de decisão de investimentos sustentáveis e responsáveis.

Assim, o ISE busca diferenciar as empresas sob os aspectos da sustentabilidade, criando um ambiente de investimento compatível com as demandas da sociedade contemporânea, incentivando a criação de fundos de investimento responsáveis, tornando-se seu principal *benchmark*, além de ser uma referência para a avaliação do desempenho das empresas. De acordo com Biderman, Brito & Monzoni (2006), o ISE busca "detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade (...). Espera-se que o ISE sirva de instrumento para despertar a consciência das empresas e dos investidores".

O ISE e os demais fundos ISR fazem parte de uma tendência global, identificada pelos estudos do *Sustainable Investment Forum* (SIF) para a Europa e Estados Unidos, pelo *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) na pesquisa "*Sustainability Nears a Tipping Point*" e pelos relatórios do *Principles for Responsible Investment* (PRI).

Esses estudos apontam para o crescimento do mercado de ISR nos Estados Unidos de 22%, entre 2009 e 2012, ou de 486%, desde a primeira mensuração, em 1995. Atualmente o ISR representa 11,3% do total de ativos sob gestão no mercado americano. Investidores institucionais, como fundos de pensão, têm demandado cada vez mais informações de desempenho em sustentabilidade, aumentando a

necessidade de se prover métricas acuradas. Dentre os principais benefícios do investimento em sustentabilidade, destaca-se sua ligação com a inovação, segundo a pesquisa do MIT.

No Brasil ainda não existem levantamentos, semelhantes aos realizados pelo SIF, que identifiquem o montante de ativos ISR. Entretanto, é possível perceber o avanço desse tipo de investimento no país com base no número expressivo de signatários do PRI localizados no Brasil, representando 90% dos signatários da América Latina (Relatório de Progresso do PRI, 2011).

Com o objetivo de entender de que maneira o ISE tem contribuído, ou poderia contribuir, com a análise de investimentos e que tipo de valor esse processo pode gerar aos investidores, empresas e sociedade, foi realizada uma pesquisa, em parceria com o PRI e a Associação Brasileira de Previdência Privada (ABRAPP) com importantes Fundos de Pensão brasileiros; investidores que, pela sua natureza, prezam pelo retorno de longo prazo.

Este estudo busca avaliar duas perspectivas do processo de fomento ao ISR no país: empresas e investidores. Inicialmente, será apresentado um mapeamento das principais pesquisas realizadas sobre a geração de valor para empresas e investidores em relação à participação em iniciativas voluntárias de sustentabilidade e seus resultados, além de uma primeira investigação junto aos Fundos de Pensão, para compreender de que forma são percebidos pelos investidores os esforços das empresas que buscam se diferenciar das demais ao ingressar na carteira do ISE.

2. Principais tendências

Os últimos relatórios lançados pelo *European Sustainable Investment Forum* (Eurosif) e pelo *United States Sustainable Investment Forum* (US SIF), até 2012 (EUROSIF, 2010 e 2012 e US SIF 2010 e 2012), mostram que o setor de ISR vem crescendo em ritmo acelerado, além de apresentar um desempenho superior em relação aos investimentos tradicionais. Embora, usualmente, uma maior rentabilidade venha acompanhada de maior risco, esses estudos também comprovam que os investimentos sustentáveis e responsáveis apresentam uma volatilidade inferior aos demais, o que confere aos ISR um índice de Sharpe superior, isto é, a razão retorno sobre risco é maior.

De acordo com Eurosif (2010), a crise de 2008 teve impacto positivo para a área de ISR, pois, deixou mais evidente a necessidade de integração dos riscos ESG aos riscos econômico-financeiros. O Diretor Executivo do Eurosif 2012, François Passant, aponta a sofisticação contínua de um mercado em rápida evolução com vários participantes adotando diferentes estratégias de investimento responsável. Afirma que “essa sofisticação também evidencia a necessidade de maior transparência e clareza das práticas adotadas. Também, certamente, apoia a nossa convicção de que o ISR tem o potencial de trazer algumas respostas para a crescente preocupação da sociedade e para os responsáveis pela elaboração de

políticas sobre a conciliação entre finanças e o longo prazo, o crescimento sustentável.” A demanda por maior transparência vai, portanto, ao encontro dos princípios do ISR e, além disso, eventos como o derramamento de petróleo da multinacional BP, mostraram aos investidores que riscos sociais e ambientais têm impactos financeiros significativos e duradouros.

Os investidores têm adotado diferentes estratégias de investimentos responsáveis, algumas vezes em combinação. De acordo com o Eurosif (2012), as principais estratégias utilizadas por gestores de ativos são:

- Investimento temático em sustentabilidade: são os investimento em temas ou bens relacionados à promoção da sustentabilidade. Os fundos temáticos se concentram em múltiplas questões ou questões específicas relacionadas a critérios ESG.
- Seleção de investimento *Best-in-Class*: investimentos nos melhores desempenhos, ou líderes, dentro de um universo, categoria ou classe, selecionados ou ponderados com base em critérios ESG.
- Filtros baseados em normas: seleção de investimentos de acordo com a conformidade das empresas em relação a normas e padrões internacionais.
- Exclusão de investimentos específicos (ou classes de investimentos) do universo de investimentos possíveis, como empresas, setores ou países.
- Integração de fatores ESG na análise financeira: a inclusão explícita, pelos gestores de ativos, de critérios ESG relacionados a riscos e oportunidades na análise financeira tradicional e tomada de decisão de investimento, baseada em um processo sistemático e em fontes de pesquisa apropriadas.
- Engajamento e votação sobre questões de sustentabilidade: atividades de engajamento e de participação ativa, por meio do exercício de voto de acionistas, e engajamento com as empresas em questões ESG. Esse é um processo de longo prazo, que visa influenciar o comportamento das empresas ou aumentar sua transparência.
- Investimento de Impacto: são investimentos feitos em empresas, organizações e fundos com a intenção de gerar impacto social e ambiental associado ao retorno financeiro. Podem ser realizados em mercados emergentes ou desenvolvidos e buscam retornos que podem ser comparáveis aos do mercado ou abaixo deles, dependendo das circunstâncias.

O Eurosif afirma que cada uma das estratégias de ISR analisadas, teve um crescimento mais expressivo do que mercado de gestão de ativos tradicional. A seleção baseada em normas foi a estratégia de crescimento mais rápido, com um montante estimado em € 2,3 trilhões de ativos sob gestão, representando um crescimento de 137% em relação 2009. Esse resultado mostra que as convenções e tratados internacionais podem ter um impacto real sobre as decisões de financiamento.

Os ativos sob gestão que adotam as estratégias de Exclusão de setores específicos, empresas ou práticas e *Best-in-Class* tiveram um crescimento de 119% e 113%, respectivamente.

Com quase 17% de crescimento, a estratégia de Engajamento e Votação está em fase de consolidação na Europa, começando a ser adotada por países como Espanha e Itália. A estratégia de Integração cresceu 14% entre 2009 a 2011.

Crescimento do mercado ISR, por estratégia:

Europe (14 countries) €Mn	2009	2011	CAGR
Sustainability themed	€ 25,361	€ 48,090	37.7%
Best in Class/Positive Screen	€ 132,956	€ 283,206	45.9%
Norms-based screening	€ 988,756	€ 2,346,308	54.0%
Exclusions	€ 1,749,432	€ 3,829,287	47.9%
Engagement/Voting	€ 1,668,473	€ 1,950,406	8.1%
Integration	€ 2,810,506	€ 3,204,107	6.8%

Fonte: Eurosif 2012

O estudo do Eurosif 2012 também mostra que os investidores europeus estão adotando cada vez mais políticas de investimento com estratégias de Exclusão de setores. Dados do estudo revelam que quase 50% do total dos ativos sob gestão na Europa têm políticas que determinam a exclusão de empresas envolvidas na fabricação de determinados tipos de armas, sendo as mais comuns aquelas sujeitas à Convenção Internacional sobre as Munições de Fragmentação.

Nos Estados Unidos, entre 2010 a 2012 os ativos ISR cresceram mais de 22% alcançando US\$ 3,74 trilhões. Atualmente, o mercado de ISR nos Estados Unidos representa 11,3% dos 33,3 trilhões de dólares do total de ativos sob gestão mapeados. De 1995, quando o US SIF estimou pela primeira vez o tamanho do mercado de investimento sustentável e responsável nos Estados Unidos, até 2012, houve um crescimento de 486%, enquanto que o total de ativos sob gestão profissional nos Estados Unidos, de acordo com estimativas da *Thomson Reuters Nelson*, cresceu 376%. Isso significa que, hoje, mais de um em cada nove dólares sob gestão profissional no mercado americano são investidos de acordo com estratégias de investimento sustentável e responsável.

Fig. A: Sustainable and Responsible Investing in the United States 1995–2012

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012
ESG Incorporation	\$166	\$533	\$1,502	\$2,018	\$2,157	\$1,704	\$2,123	\$2,554	\$3,314
Shareholder Resolutions	\$473	\$736	\$922	\$897	\$448	\$703	\$739	\$1,497	\$1,536
Overlapping Strategies	N/A	(\$84)	(\$265)	(\$592)	(\$441)	(\$117)	(\$151)	(\$981)	(\$1,106)
TOTAL	\$639	\$1,185	\$2,159	\$2,323	\$2,164	\$2,290	\$2,711	\$3,069	\$3,744

Fonte: US SIF 2012

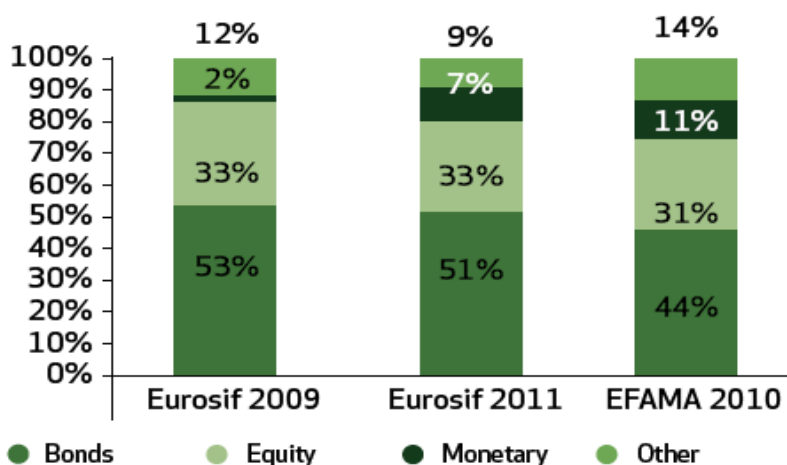
Os ativos e números de fundos que incorporam critérios de ESG continuaram sua trajetória de crescimento, nos Estados Unidos, desde 2007. Entre 2010 e 2012, esses ativos aumentaram 78%, passando de US\$ 569 bilhões para US\$ 1,01 trilhões em 720 fundos ESG diferentes.

Fig. B: Investment Funds Incorporating ESG Factors 1995–2012

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012
Number of Funds	55	144	168	181	200	201	260	493	720
TOTAL NET ASSETS (In Billions)	\$12	\$96	\$154	\$136	\$151	\$179	\$202	\$569	\$1,013

Fonte: US SIF 2012

Na Europa, o ISR está alocado predominantemente em títulos (51%) e ações (33%), como mostra o gráfico a seguir, um cenário semelhante ao de 2009, de acordo com o relatório do Eurosif. O crescimento do volume de investimento em títulos deve-se, em parte, à crescente oferta e aplicação de *ratings* de sustentabilidade, bem como à adoção de metodologias próprias por parte dos gestores de ativos. Comparando-se com dados do mercado em geral em 2010, compilados pela *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), percebe-se que os investidores de ISR dão preferência à alocação em títulos em detrimento de ativos mais exóticos.



Fonte: Eurosif (2012)

Na Europa, o segmento de fundos de investimento foi o que mais sofreu perdas durante a crise, ainda assim o total alocado em fundos de investimento ISR teve uma redução menor do que os ativos investidos em fundos tradicionais (EUROSIF, 2010). Nos Estados Unidos, de 2007 a 2010, o número de fundos de investimento que incorporam critérios de ESG em sua análise cresceu 90%, passando de 260 para 493, representando um crescimento de 182% em total de ativos, de US\$ 202 bilhões para US\$ 569 bilhões (US SIF, 2010).

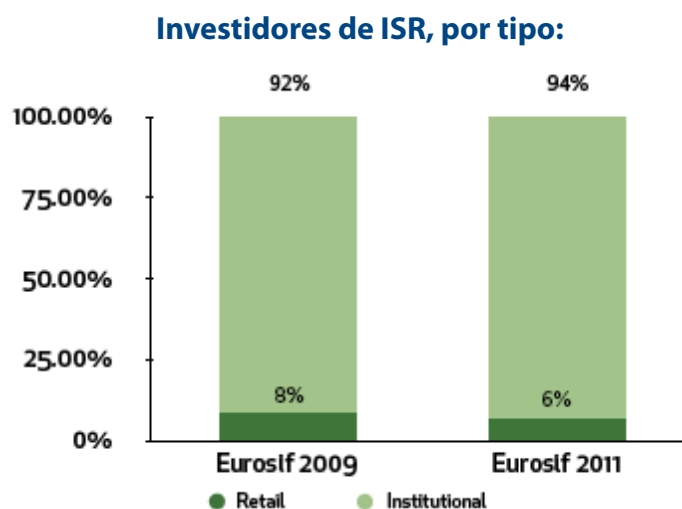
O estudo US SIF 2012 identificou 301 diferentes veículos de investimento alternativos – tais como fundos de *hedge*, *private equity* e *venture capital* – que somam US\$ 132 bilhões em ativos sob gestão. Este segmento do mercado de investimento que considera critérios de ESG cresceu 250% em ativos desde 2010, quando totalizavam US\$ 37,8 bilhões.

O relatório do Eurosif identificou um interesse crescente por fundos de micro finanças, que têm

perspectiva de longo prazo e são inerentes à preocupação com ESG. A pesquisa também apontou a necessidade dos investidores em diversificar seus investimentos, portanto, existe a demanda, mas ainda é preciso aumentar a oferta.

Os principais indutores da demanda de ISR no mundo ainda são os investidores institucionais, que representam 94% dos ativos ISR na Europa. Dentre eles, destacam-se os fundos de pensão (públicos e privados), as universidades e as companhias de seguro. A regulação é, atualmente, percebida como o segundo fator mais importante para o crescimento do ISR nos próximos anos. Isso se deve ao comportamento dos investidores e dos mercados financeiros e aos legisladores na União Europeia, uma vez que muitos reguladores têm agido no sentido de proteger a Europa de uma futura turbulência financeira e de restaurar um caminho para o crescimento econômico.

Além dos investidores institucionais e dos reguladores, iniciativas internacionais e investidores de varejo também são importantes fatores de indução para o crescimento da demanda do mercado de ISR no mundo (EUROSIF 2012).



Fonte: Eurosif (2012)

O crescimento observado no estudo do Eurosif 2012 é atribuído a um número reduzido de grandes investidores ou gestores adotando uma determinada estratégia para todos, ou parte significativa, dos seus ativos. A experiência mostra que alguns pioneiros podem ter forte influência sobre o mercado e levar a uma proliferação de determinadas estratégias.

O crescimento do ISR, que não dá sinais de desaceleração, mostra que a indústria europeia de gestão de ativos continua a apoiar o investimento sustentável e responsável nas suas diferentes formas (EUROSIF 2012). Em contrapartida, chama a atenção a falta de interesse dos investidores de varejo, que não acompanham o crescimento rápido em comparação ao mercado institucional de ISR. Isso é um sinal de que é necessário investir na comunicação clara dos benefícios do ISR, enfatizando seus ganhos

para que estes investidores vejam valor em ISR e que considerem esses elementos na sua tomada de decisão, como já o fazem os investidores institucionais.

Dentre os gestores de ativos americanos que incorporam ESG nas suas decisões, 72% citaram como principal motivo a demanda de seus clientes e valores próprios.

Se por um lado há a indução por parte de quem oferece recursos, há a ação complementar do lado de quem demanda recursos, ou seja, as empresas. O último relatório lançado pelo *MIT Sloan Management Review* (HAANAES *et al*, 2012) traz o resultado de uma pesquisa realizada com mais de quatro mil executivos em 113 países. Deste grupo, 70% afirma ter adotado permanentemente a sustentabilidade na sua estratégia empresarial.

Dois terços dos respondentes afirmam que a sustentabilidade é necessária para ter competitividade no mercado atual, sendo que em 2010 esse percentual era 55%; e 41% relataram que seus clientes demandam produtos e serviços sustentáveis, sendo esse o principal indutor para a mudança de postura dessas empresas.

Outro fator de destaque é o aumento da procura por informações, por parte de investidores institucionais, a respeito do desempenho das empresas nessas questões. Além da maior procura por investimentos com esse foco, seja por meio de veículos tradicionais, ou de fundos de *private equity* e *venture capital*.

Contrariando a hipótese de que as empresas só investem em sustentabilidade quando há sobra de recursos, este relatório mostra que os investimentos nessa área aumentaram apesar do período de crise econômica. Além disso, aproximadamente um terço dos respondentes declara que as práticas de sustentabilidade estão contribuindo para a rentabilidade da empresa. Atualmente, as empresas que lideram o crescimento de investimentos em sustentabilidade estão localizados na Ásia, América do Sul e África.

O relatório conclui que o tema parece ter atingido um ponto de inflexão nas empresas que, além de reconhecer a necessidade das práticas de sustentabilidade, passam também a usufruir dos benefícios financeiros associados. Esse processo tem sido comum em diversos setores, mas é liderado por empresas intensivas no uso de recursos naturais, como energia, *commodities*, produtos de consumo final, químicos e automotivos.

Um dos motivos apontados como responsável pelo sucesso da estratégia dessas empresas é a incerteza do ambiente regulatório global, no qual as empresas que se antecipam se beneficiam de sua boa reputação com governos e a sociedade civil organizada. Dentre outros fatores positivos, 25% dos respondentes mencionam maior inovação de produtos e serviços como um dos principais benefícios das práticas sustentáveis, enquanto que, em 2010, essa parcela foi de 16%. Quanto à inovação de processos e modelos de negócio, a estatística foi de 22% contra 15% em 2010.

Os casos da *Nike* e da *Kimberly-Clark*, citados no relatório, são emblemáticos, pois, essas empresas foram alvo de fortes críticas da opinião pública quanto ao seu desempenho socioambiental e, hoje, utilizam a sustentabilidade a favor da sua reputação, resultado financeiro e inovação. A *Nike* devido à violação de direitos humanos em seu processo produtivo, e a *Kimberly-Clark* por causa do desmatamento de florestas boreais antigas. Com a internalização do conceito de sustentabilidade nas empresas, este cenário foi alterado. Em 2010, a *Nike* foi eleita uma das empresas mais éticas do mundo pelo *Ethisphere Institute* e a *Kimberly-Clark* se manteve como líder na categoria de produtos de uso pessoal do *Dow Jones Sustainability Index* entre 2005 e 2009.

O estudo busca destacar algumas das principais diferenças observadas entre as empresas que estão revertendo seu investimento em sustentabilidade em lucros e as demais empresas. Verifica-se que as primeiras têm 50% mais chance de ter um CEO atento à sustentabilidade; são 50% mais propensas a ter uma pessoa responsável pelo assunto em cada área de negócios; 2,5 vezes mais propensas a ter um executivo do alto escalão responsável por sustentabilidade; 2 vezes mais propensas a ter metas operacionais e pessoais; e 2 vezes mais propensas a dizer que a sustentabilidade aumentou a colaboração entre suas áreas de negócio, tanto nacionalmente quanto internacionalmente. O grau de centralização de decisões de sustentabilidade varia, mas todos reconhecem a necessidade de combinar uma liderança sênior com uma gestão integrada do tema.

Evidenciou-se também que empresas que adotaram práticas sustentáveis, principalmente como resposta a riscos regulatórios e não necessariamente transformando seus processos, não capturaram benefícios para a lucratividade decorrentes dessas ações. Isso mostra que, quanto mais se adia a inclusão da sustentabilidade na gestão da empresa, maior o risco de fazê-lo por uma questão de *compliance* regulatório sem outros benefícios.

3. Risco e Retorno

No Brasil, uma análise comparativa entre o desempenho de fundos de ações classificados como ISR e o desempenho do Ibovespa mostra que os primeiros apresentaram um retorno financeiro acumulado superior nos últimos seis anos, inclusive no período de crise, como mostra o quadro abaixo, de acordo com estudo realizado pelo Prof. Ricardo Rochman da FGV, e divulgado no portal de notícias da Exame.

Período findo em 31/05/2012	RETORNO ACUMULADO (% acumulado no período)		Número de fundos de ações de ISR ¹
	Ações Sustentabilidade	IBOVESPA	
12 meses	-2,39%	-15,68%	15
24 meses	6,73%	-13,57%	15
36 meses	30,11%	2,43%	14
48 meses	-8,03%	-24,94%	12
60 meses	21,95%	4,25%	09
72 meses	65,06%	49,17%	09

Fonte: BM&FBOVESPA

Risco e retorno são faces da mesma moeda, de modo que, considerar apenas o retorno fornece uma visão parcial. Uma análise completa deveria considerar o risco dessas duas carteiras de ações. Esta análise mostra que, além do maior retorno, os fundos ISR também tem apresentado menor volatilidade nesse mesmo período.

Período findo em 31/05/2012	VOLATILIDADE (% ao ano)	
	Ações Sustentabilidade	IBOVESPA
12 meses	15,87%	23,10%
24 meses	14,24%	19,82%
36 meses	15,09%	19,38%
48 meses	22,41%	26,16%
60 meses	21,92%	25,37%
72 meses	20,64%	23,96%

Fonte: BM&FBOVESPA

Este comportamento tem chamado a atenção de investidores e analistas, cada vez mais interessados em como as empresas vem incorporando as questões socioambientais e de governança corporativa (ESG) na sua estratégia e gestão.

Na matéria publicada no portal de notícias da Exame, o ISE é citado como o principal referencial para os fundos de ISR do país. O ISE tem sido utilizado por fundos-espelho (fundos passivos), que refletem exatamente a composição da carteira do índice e fundos ativos, que o utilizam como um referencial, mas não seguem sua composição específica.

De forma semelhante à situação na Europa e nos Estados Unidos, durante a crise de 2008, as ações de ISR no Brasil se valorizaram, em relação às demais. Ainda de acordo com a Exame, este desempenho é atribuído ao aumento de demanda dos investidores, que reconheceram o seu menor risco, tanto do ponto de vista ambiental e social, como financeiro.

¹ Os fundos utilizados nesta análise foram: BB Ações ISE Jovem FIC FIA; Brad Prime FIC FIA Ind Sust Empresarial; Bradesco FIA Índice de Sust Empresarial; Bradesco FIC FIA Planeta Sustentável; Caixa FIA ISE; FIA Vot Sustentabilidade; HSBC FIA Sri; HSBC FICFI de Ações Sustentabilidade; Itaú Ações Excelência Social FICFI; Itaú Excelência Social Ações FI; Itaú Pers Ações Excelência Social FICFI; Itaú Priv. Excelência Social Ações FICFI; LM Ações Sustent Empresarial FICFI; Santander FI Ethical II Ações; Santander FICFI Ethical Ações.

4. Ganho de Valor

4.1 Ganhos tangíveis

Diversas pesquisas mostram resultados convergentes no sentido de comprovar ganhos tangíveis do investimento sustentável e responsável. São ganhos para os investidores, por meio de prêmio no valor das ações, e para as empresas, observados especialmente por maior rentabilidade e maior valor de mercado. A tabela abaixo sumariza alguns trabalhos que demonstram estatisticamente ganhos financeiros do ISR.

Os métodos adotados variam desde os mais simples, como a análise de correlação, até os mais sofisticados que buscam comprovar a relação causal, por meio de regressão linear e análise de painel, com a utilização de diferentes variáveis de controle e de *ranking* não paramétrico, para corrigir o problema estatístico do viés de auto seleção.

As quantificações por meio de índices financeiros e socioambientais também variam. Exemplos de índices financeiros utilizados são: Q de Tobin, Retorno sobre Patrimônio, Retorno sobre Ativos, Retorno sobre Investimento, Retorno sobre Vendas e Retorno sobre a Carteira de Investimentos (no caso de análise de ganho para o investidor). Quanto aos indicadores socioambientais, a análise é feita utilizando a simples comparação de empresas que estão no ISE com aquelas que não estão; ou ainda utilizando medidas presentes nos relatórios de sustentabilidade apresentados pelas empresas ou por entidades autônomas.

ESTUDO	OBJETIVO	METODOLOGIA	RESULTADOS
<p>What is the Value of Corporate Social Responsibility? An answer from Brazilian sustainability index</p> <p>Autoria: José Luiz Rossi</p> <p>Publicação: Prêmio Banrisul de Finanças Corporativas e Banking, 2009</p>	<p>Identificar qual é o impacto da Responsabilidade Socioambiental no valor financeiro da empresa, focado no ISE</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Empresas listadas, exceto as instituições financeiras, de 2005 a 2007 • Indicador financeiro: Q de Tobin (Economática). • Indicador Socioambiental: presença da empresa no ISE • Análise do impacto das políticas de <i>Corporate Social Responsibility</i> (CSR) no valor do Q de Tobin da empresa. O Q de Tobin é uma medida que busca conciliar valor de mercado com valor contábil, comparando o valor de mercado dos ativos fixos com o valor de reposição (valor contábil) desse mesmo ativo • Métodos de regressão linear (<i>pooled MQO</i>) e de análise de painel; e utilização de um <i>ranking</i> não-paramétrico para eliminar o problema do viés de seleção • Utilização de diversas variáveis de controle: derivativos (<i>hedge</i> para controlar os riscos), tamanho da empresa, acesso ao mercado financeiro (distribuição de dividendos), alavancagem, rentabilidade, oportunidades de investimento, diversificação geográfica e industrial, Q de Tobin médio da indústria e efeitos da conjuntura 	<p>Em comparação com as outras, as empresas da carteira do ISE apresentam maior Q de Tobin, são empresas de maior porte, usam mais derivativos para gerenciar riscos, são menos alavancadas, pagam mais dividendos e têm maior rentabilidade.</p> <p>Os modelos de <i>pooled MQO</i> e de painel comprovaram a existência de causalidade entre a participação no ISE e desempenho financeiro, estatisticamente significativa.</p> <p>O modelo indicou que as empresas que adotam essa política têm um valor de mercado de 10% a 19% maior do que as demais.</p> <p>A análise através do <i>ranking</i> de probabilidade elimina o problema estatístico do viés de seleção e reafirma a causalidade positiva.</p>
<p>The Corporate Social Performance – Financial Performance Link</p> <p>Autoria: S. Waddock e S. B. Graves</p> <p>Publicação: Strategic Management Journal, 1997</p>	<p>Mensurar a influência do desempenho financeiro no desempenho social e vice-versa.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Análise estatística por meio de regressão linear • Indicadores sociais: relação com comunidade, relação com funcionários, meio ambiente, características do produto, tratamento com minorias (obtidos através do <i>rating</i> social da empresa KLD) • Indicadores financeiros: retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio e retorno sobre vendas • Variáveis de controle: tamanho, tolerância da empresa a risco, setor de atividade 	<p>A relação foi positiva e significativa tanto para a hipótese o desempenho financeiro influencia o desempenho socioambiental, como para a hipótese inversa.</p> <p>Comprova que disponibilidade de recursos influencia positivamente no desempenho socioambiental.</p> <p>Comprova também que bom desempenho socioambiental influencia positivamente o desempenho financeiro futuro.</p>
<p>A Strategic Posture Towards Corporate Social Responsibility</p> <p>Autoria: E. H. Bowman e M. Haire</p> <p>Publicação: California Management Review, 1975</p>	<p>Analisar o impacto da Responsabilidade Social das empresas no seu desempenho financeiro, considerando empresas do setor de processamento alimentício</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Análise do conteúdo dos relatórios sociais das empresas • Indicador social: o número de ações desenvolvidas pela empresa, como atividades realizadas na comunidade, como ações sociais, de ecologia e de cidadania corporativa • Indicador financeiro: retorno sobre patrimônio 	<p>Relação positiva entre número de ações sociais e desempenho financeiro.</p>

ESTUDO	OBJETIVO	METODOLOGIA	RESULTADOS
Sustentabilidade Empresarial e Retorno ao Acionista: um estudo sobre o ISE. Autoria: Edson Aparecido Dias e Lucas Ayres Barros Publicação: ENANPAD 2008	Investigar se a entrada de uma empresa na carteira do ISE traz valor ao acionista.	<ul style="list-style-type: none"> • Compara os retornos das empresas da carteira do ISE de 2005 com os retornos de empresas de um grupo de controle, do mesmo setor • Análise quantitativa e procedimentos estatísticos • Metodologia de estudo de evento, que considera janelas de até 15 dias antes e 120 dias após a divulgação da carteira do ISE 	<p>As empresas que fazem parte da Carteira do ISE obtêm retornos anormais, estatisticamente significantes, quando comparadas com empresas pares do mesmo setor econômico.</p> <p>Na janela de evento de 2 dias antes e 2 dias depois do anúncio da carteira do ISE, as empresas da carteira apresentam retorno anormal acumulado de 1,9%, em relação às empresas do mesmo setor, com significância estatística alta (menor que 1%; p-valor de 0,000%).</p> <p>Na janela de evento do dia do anúncio até um dia depois, o retorno anormal acumulado é de 0,78% com significância menor que 5%.</p>
The Corporate Social-Financial Performance Relationship: a typology and analysis Autoria: L. E Preston e D. P O'Bannon Publicação: Business and Society, 1997	Analisar a relação entre indicadores de desempenho social e financeiro de 67 empresas grandes americanas	<ul style="list-style-type: none"> • Cálculo dos coeficientes de correlação entre indicadores socioambientais e financeiros de 11 anos de dados • O coeficiente é calculado com os índices em dois momentos: no mesmo período de tempo e, posteriormente, com defasagens, a fim de verificar qual é a direção da relação causal • Indicadores socioambientais: responsabilidade com a comunidade e meio ambiente, retenção de pessoas, e qualidade de produtos e serviços (<i>Fortune Reputation Survey</i>) • Indicadores financeiros: retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio, retorno sobre investimento 	<p>Correlação positiva e estatisticamente significativa entre desempenho financeiro e socioambiental.</p> <p>Os indicadores socioambientais afetam positivamente os indicadores financeiros, e vice-versa, no mesmo ano ou com defasagem.</p>

Foram identificados três diferentes abordagens que buscam quantificar os ganhos decorrentes da participação da empresa em iniciativas voluntárias de sustentabilidade, como a participação da empresa no ISE.

Uma abordagem testa a relação entre o desempenho financeiro da empresa e seu desempenho socioambiental. Ou seja, utilizam indicadores financeiros, tais como o retorno sobre o patrimônio e retorno sobre ativos para verificar sua influência sobre indicadores socioambientais, tais como a retenção de pessoas ou a qualidade de produtos e serviços, ou vice-versa. Os estudos que seguem essa linha não são focados no ISE.

Outro estudo compara o valor de mercado de um grupo de empresas integrantes da carteira ISE de um grupo controle, de empresas semelhantes, que não fazem parte do índice. A conclusão deste estudo é que as empresas da carteira apresentam um valor de mercado de 10% a 19% superior em relação às demais.

Finalmente, uma terceira abordagem procura observar variações anormais das ações no mercado, devido a eventos específicos. Um estudo verificou retorno acumulado anormal para empresas da carteira do índice numa janela de tempo de dois dias antes ou depois do anúncio da carteira. Este retorno anormal antes do anúncio poderia ser atribuído a uma aposta do mercado na permanência ou entrada de uma empresa na carteira e, após o anúncio, a uma reação positiva dos investidores às empresas do índice. Estudos que utilizam diferentes metodologias demonstram ganhos financeiros para empresas e investidores que seguem estratégias ligadas à sustentabilidade.

Apesar dos resultados favoráveis aqui destacados, não existe consenso na academia sobre ao valor tangível gerado pelos investimentos em sustentabilidade empresarial, seja para as companhias ou seus *stakeholders*. Entretanto, outros trabalhos acadêmicos buscam identificar os ganhos intangíveis que podem preceder tais ganhos tangíveis.

4.2 Ganhos intangíveis

Diversos apontam características das empresas que podem determinar a adoção de uma estratégia mais proativa em participar de projetos de sustentabilidade, como o ISE. Dentre os fatores mencionados na literatura, destacam-se:

- **Capacidade de inovar** e se aprimorar continuamente (López-Gamero, Claver-Cortés e Molina-Azorín, 2008)
- **Atuação internacional** (Bansal, 2005)
- Porte da empresa e **disponibilidade de recursos** (Lee e Rhee, 2007; Bansal, 2005; Walls, Phan e Berone, 2008)

- **Envolvimento da alta gestão** (Lee e Rhee, 2007; Bansal, 2005; Walls, Phan e Berrone, 2008)
- **Envolvimento histórico com as questões ambientais** (Walls, Phan e Berrone, 2008; López-Gamero, Claver-Cortés e Molina-Azorín, 2008)
- **Visibilidade/atenção da mídia** à empresa e ao setor (López-Gamero, Claver-Cortés e Molina-Azorín, 2008; Bansal, 2005)

Uma vez que a empresa possua estas características, há três motivações principais para decidir ingressar em iniciativas voluntárias dessa natureza: competitividade, legitimação, responsabilidade ecológica de fundo ético (valores e princípios próprios). Muitas vezes as empresas são motivadas por mais de um desses fatores, porém, via de regra, um deles predomina sobre os demais (Bansal e Roth, 2000).

Abaixo são apresentados os principais benefícios apontados pela literatura como esperados pelas empresas devido a sua participação em iniciativas voluntárias de sustentabilidade:

- **Vantagem competitiva como *first mover***: a regulação ambiental poderia estimular a inovação, gerando assim menores custos ou aumento do valor para a empresa, compensando, desta forma, eventuais custos de *compliance*. (PORTER e VAN DER LINDE, 1995).
- **Ganho Reputacional**: impactos ambientais, ocorridos no passado, de grande repercussão, decorrentes de acidentes ambientais, podem influenciar o modo como a organização responde a pressões institucionais (DELMAS e TOFFEL, 2008). A construção da reputação, na medida em que é uma construção social, requer diálogo e transparência proativa por parte das empresas.
- **Possibilidade de exercer influência no ambiente regulatório**: Kolk e Mulder (2011) enfatizam que, diante das incertezas regulatórias, o fato da organização se antecipar às regulamentações, que podem ser estabelecidas no futuro, trazem vantagem competitiva às empresas pioneiras.
- **Acesso ao conhecimento**: questões relacionadas ao desenvolvimento sustentável apresentam incertezas, especialmente devido à natureza dinâmica das expectativas (que se modificam a longo do tempo) e pela complexidade e dificuldade de se resolver a questão diante desse contexto. Desta forma, é comum as empresas seguirem as outras do setor e, com isso, terem menor probabilidade de sofrer sanções legais por conta da legitimidade ao adotar práticas compartilhadas com a maioria das empresas (BANSAL, 2005). King e Lenox (2004) destacam que as iniciativas voluntárias envolvem, em geral, compartilhamento de conhecimento entre seus membros, possibilitando, desta forma, a aquisição de conhecimentos sobre práticas, códigos e sistemas mais eficazes de gestão das questões ambientais, ou seja, observa-se um movimento cooperativo positivo.

Além dos benefícios citados acima, a participação em iniciativas voluntárias pode contribuir para o que Porter e Kramer (2011) chamam de **criação de valor compartilhado**, ou seja, a geração de lucros

que envolvem um propósito social, que representa uma forma avançada do capitalismo onde se cria um ciclo positivo de prosperidade tanto para a companhia quanto para a comunidade.

As necessidades sociais, não apenas as necessidades econômicas convencionais definem o mercado, enquanto que danos sociais podem resultar em custos internos para companhias – como perda de energia, de matérias primas, acidentes custosos e a necessidade de treinamentos para remediar ou compensar inadequações em educação. (PORTER & KRAMER, 2011).

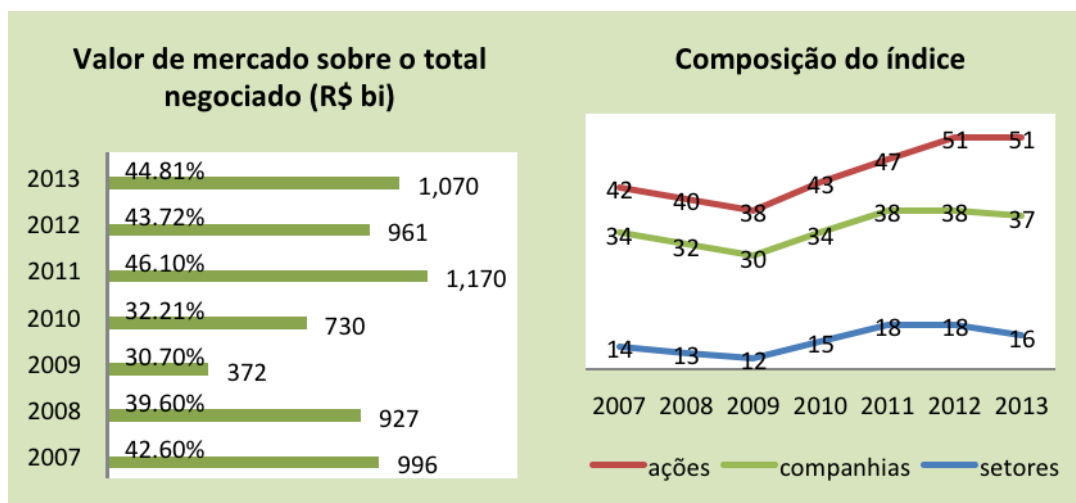
De acordo com o Guia de Sustentabilidade da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2010), as “empresas sustentáveis” são mais capazes de identificar novas oportunidades de negócio, se antecipar a pressões legais e da sociedade, reduzir os custos de produção, devido à diminuição de desperdícios e à economia de insumos, aumentar a atração e retenção de talentos, acessar capital mais facilmente, reduzir a exposição a riscos, fidelizar consumidores e melhorar o alinhamento interno com relação a práticas e políticas adotadas.

5. ISR no Brasil e o ISE

A história dos índices de sustentabilidade das bolsas de valores começa com a criação do *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), em 1999 na bolsa de Nova Iorque. O segundo a ser lançado, em 2001, foi o FTSE4Good da bolsa de Londres, e o terceiro, em 2003, foi o JSE, de Joanesburgo, África do Sul (BACARJI e MARCONDES, 2010). O projeto do ISE foi originalmente financiado pelo *International Finance Corporation* (IFC) – braço privado do Banco Mundial – e seu desenho metodológico é de responsabilidade do Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getulio Vargas (GVces). Lançado em 2005, é o quarto índice de sustentabilidade do mundo.

O ISE tem por premissa o *screening* positivo, ou seja, não há restrição de setores, como acontece em outros índices de sustentabilidade, como o FTSE4Good, que prevê a exclusão automática de empresas de determinados setores, tais como produção de armas e tabaco.

Para participar do ISE, a empresa deve satisfazer inicialmente a condição de liquidez, sendo emissora de uma das 200 ações mais líquidas da BM&FBOVESPA. Este é um critério básico para que os fundos e investidores sejam capazes de replicar o índice, negociando ações desta empresa. O índice será composto por até 40 destas empresas e a carteira vigora Janeiro a Dezembro de cada ano.



Fonte: BM&FBOVESPA e GVces

5.1 Processo seletivo das empresas

A metodologia foi desenvolvida pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da FGV (GVces), e tem como base o desempenho das empresas a um questionário-base, bem como a avaliação de documentos encaminhados para comprovação das respostas.

O questionário é revisto anualmente por meio de processo participativo com as principais partes interessadas do índice em oficinas, consulta pública online e audiência pública.

5.2 Questionário ISE e Metodologia

O questionário está estruturado em dimensões, critérios e indicadores. As questões estão atualmente agrupadas em sete dimensões, cerca de 30 critérios e 70 indicadores, totalizando aproximadamente 180 questões a serem respondidas pelas empresas. A figura abaixo exemplifica esta estrutura.



As sete dimensões avaliam diferentes aspectos da sustentabilidade:

- **Dimensão Geral:** compromissos com o desenvolvimento sustentável; alinhamento às boas práticas de sustentabilidade, tais como remuneração vinculada ao desempenho socioambiental da empresa e adoção de dispositivo que propicie uma correlação entre os riscos assumidos, a remuneração efetivamente paga e o resultado da companhia; transparência das informações corporativas; compromissos e práticas de combate à corrupção.
- **Dimensão Natureza do Produto:** impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas, adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor.
- **Dimensão Governança Corporativa:** relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração, processos de auditoria e fiscalização, práticas relacionadas à conduta e conflito de interesses.
- **Dimensões Econômico-Financeira, Ambiental e Social:** políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal. A Dimensão Ambiental possui questionários diferentes para cada grupo de setores econômicos, que consideram as especificidades de cada setor.
- **Dimensão Mudanças Climáticas:** política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema.

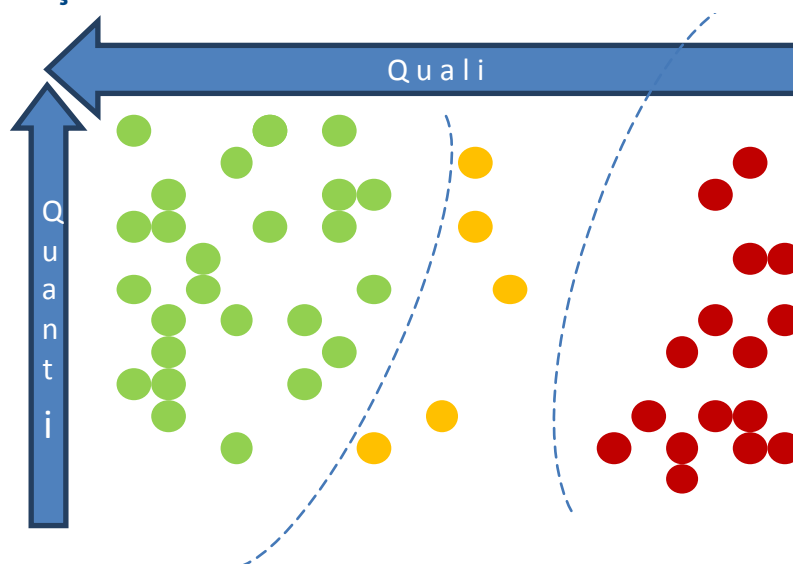
Geral	Natureza do Produto	Governança Corporativa	Econômico-Financeira	Social	Ambiental	Mudanças Climáticas
Compromissos	Impactos pessoais	Propriedade	Política	Política	Política	Política
Alinhamento	Impactos difusos	Conselho de administração	Gestão	Gestão	Gestão	Gestão
Transparência	Princípio da precaução	Auditoria & fiscalização	Desempenho	Desempenho	Desempenho	Desempenho
Corrupção	Informação ao consumidor	Conduta e conflito de interesses	Cumprimento legal	Cumprimento legal	Cumprimento legal	Reporte

A metodologia atribui o mesmo peso (100) a cada uma das sete dimensões do questionário. Os pesos desses critérios são definidos pela relevância do tema no contexto atual da gestão empresarial e das demandas da sociedade. O peso dos critérios está disponível para consulta no site do índice (www.isebvmf.com.br).

As empresas são avaliadas pelo “conjunto da obra”, ou seja, devem apresentar um desempenho satisfatório em todas as dimensões do questionário e enviar documentos comprobatórios para algumas respostas do questionário, escolhidas de maneira amostral, após o envio das repostas. Dessa forma, a metodologia de avaliação combina:

- **Análise quantitativa:** pontuação obtida pela empresa com base nas respostas dadas ao questionário
- **Análise qualitativa:** avaliação da qualidade do documento enviado para comprovação das respostas assinaladas no questionário

Gráfico: Avaliação e decisão do CISE sobre a análise técnica quanti x quali



5.3 Fundos referenciados no ISE

O ISE tem como um de seus principais objetivos aumentar o volume de recursos investidos e produtos atrelados ao índice, a fim de torná-lo um *benchmark* de investimentos. Atualmente, existem oito fundos de ISR no Brasil, sendo sete deles lançados após a criação do ISE.

O total investido em fundos ISR no Brasil já soma mais de R\$ 800 milhões. Após a criação do índice, houve um crescimento de 68% do patrimônio líquido.

Fundo	PL	Administrador
BB TOP ACOES INDICE SUSTENTAB EMPRES FIA	R\$ 20.846.100,57	BB
BRADESCO FIA INDICE DE SUST EMPRESARIAL	R\$ 61.954.053,84	BRADESCO
HSBC FICFI DE ACOES SUSTENTABILIDADE	R\$ 38.901.869,09	HSBC
CAIXA FI ACOES ISE	R\$ 6.485.162,81	CAIXA
FIA VOT SUSTENTABILIDADE	R\$ 21.027.597,20	VOTORANTIM ASSET
SANTANDER FI ETHICAL II ACOES	R\$ 326.812.763,29	SANTANDER
ITAU EXCELENCIA SOCIAL ACOES FI	R\$ 252.771.784,98	ITAU
LM MASTER SUSTENT EMPRESARIAL FIA	R\$ 72.573.973,24	LEGG MASON WESTERN ASSET
TOTAL	R\$ 801.373.305,02	

Fonte: Anbima, novembro 2012

5.4 ETF do ISE

Além dos fundos referenciados, é possível investir no ETF (*Exchange Traded Fund*) do ISE. O ETF é um tipo de investimento que busca replicar o desempenho de índices do mercado acionário e permite ao investidor participar de diferentes empresas e segmentos do mercado, sem precisar administrá-las e acompanhá-las individualmente.

O ETF do ISE acumula um Patrimônio Líquido de R\$ 10.852.094,69 (novembro 2012) desde o seu lançamento, em outubro de 2011. O principal investidor dessa categoria são os Fundos de Pensão:

Tipo Investidor	Participação
Investidores Institucionais	0,11%
Pessoas físicas	0,17%
Fundos de Investimento	99,72%

Fonte: Itaú

6. O ISE para os Fundos de Pensão

De acordo com Ricardo Rochman, professor da FGV de São Paulo, o ISE é usado por muitos gestores de fundos para identificar as “ações sustentáveis” que serão incluídas em suas carteiras (YAZBEK & WILTGEN, 2012). Portanto, os Fundos de Pensão desempenham um papel importante no fomento e evolução do investimento sustentável e responsável no país.

Uma pesquisa realizada em parceria com a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e o *Principles for Responsible Investment* (PRI) reuniu informações de doze Fundos de Pensão, que juntos somam mais de R\$ 260 bilhões sob gestão ou 45% do total estimado de investimentos dessas Entidades no país (ABRAPP, 2012). O objetivo dessa consulta é entender como o ISE auxilia o trabalho de análise de investimentos e que tipo de valor esse processo pode gerar aos investidores, empresas e sociedade.

6.1 A importância da transparência

Segundo a pesquisa, as informações socioambientais consideradas pelas Instituições consultadas no processo de decisão de investimento são relacionadas à natureza do produto, transparência, governança corporativa, meio ambiente, relacionamento com partes interessadas, gestão de riscos e indicadores e programas dos quais a empresa participa.

As principais fontes de informação usadas pelos analistas atualmente são relatórios públicos no site da empresa, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em relatórios de sustentabilidade, questionário do *Carbon Disclosure Project* (CDP), indicadores do Instituto Ethos e da *Global Reporting Initiative* (GRI), Balanço Social do Ibase, diretrizes da Organização Internacional do Trabalho (OIT).

A pesquisa mostrou também que o nível de profundidade das informações socioambientais solicitadas às empresas pelos Fundos é superior em comparação ao exigido pelo questionário ISE em apenas 25% das Instituições consultadas. Por isso, é possível concluir que as empresas da carteira estão mais preparadas para responder demandas desses investidores e que, por outro lado, os Fundos podem aumentar o grau de exigência em relação a práticas socioambientais solicitadas às empresas, reduzindo riscos de seus investimentos e acelerando a evolução das práticas de sustentabilidade nas companhias.

O ISE iniciou em 2011 um processo de incentivo à transparência, por meio da inclusão no questionário de uma pergunta sobre a autorização da divulgação das respostas das empresas no site do índice (www.isebvmf.com.br). Na carteira 2012/2013, existem 14 empresas que aceitaram publicar suas respostas.

Segundo a pesquisa, 75% das Instituições utilizam ou têm planos de utilizar em suas análises de investimento o questionário respondido e disponibilizado pelas empresas no site do ISE em até 12 meses, reforçando a importância da transparência para a análise e processo decisório dos investidores.

A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), afirma que utiliza o ISE como um dos critérios de triagem positiva na seleção de seus ativos de renda variável. De acordo com a Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (Valia), “o ISE estimula as empresas a aumentarem a transparência de suas informações. O acesso às informações contribui para a tomada de decisão dos investidores”.

6.2 Conhecimento do ISE pelos gestores e analistas

Embora os gestores e analistas considerem muito relevante a disponibilização do questionário completo de cada empresa, a pesquisa identificou que o grau de conhecimento sobre o conteúdo do questionário ISE ainda é baixo:

- 33% não teve a oportunidade de conhecer o questionário;
- 50% conhece a estrutura e os temas abordados;
- 17% afirma possuir um conhecimento mais aprofundado do questionário ISE, incluindo não apenas a estrutura e os temas abordados, mas também a leitura na íntegra de todas as questões contempladas.

Esse resultado indica que é preciso reforçar junto a gestores e analistas as práticas mapeadas pelo ISE e indicar de que forma é possível integrar as análises desenvolvidas por eles às informações já disponibilizadas no questionário.

Uma proposta seria desenvolver, em parceria BM&FBOVESPA – GVces uma série de encontros, eventos e *workshops* voltados para esse público, visando capacitá-los a utilizar o questionário como uma ferramenta na análise de seus investimentos.

6.3 O papel do ISE na decisão de investimento

Segundo a pesquisa, as principais contribuições do ISE para investidores e empresas são:

- Servir como um referencial de mercado;
- Ser fonte de informações detalhadas e complementares ao trabalho de seleção de ativos;
- Atuar como parâmetro padronizado para a avaliação de desempenho das empresas em relação ao investimento com responsabilidade socioambiental;
- Estimular as empresas a aumentar a transparência de suas informações;
- Agregar valor às empresas que compõem a carteira, uma vez que a rentabilidade se mostra superior ou equivalente ao Ibovespa em sete anos de histórico;
- Incorporação do tema da sustentabilidade na agenda das empresas brasileiras.

A Valia afirmou que “o ISE funciona como um referencial para a realização do ranking anual da carteira de renda variável”. Além disso, as empresas que integram a carteira são dispensadas da avaliação de risco socioambiental por parte da instituição.

Para a CargillPrev Sociedade de Previdência Complementar, o ISE vai além da preocupação do investidor, e retrata também a preocupação do mercado, uma vez que tenta garantir a perenidade do próprio negócio e das condições de trabalho e vida das pessoas.

A mudança cultural provocada pelo ISE também foi apontada como uma contribuição do índice, pois “a cada vez que a rentabilidade se torna evidente, um maior número de investidores irão se atentar para esse processo, provocando um efeito multiplicador”, segundo o Instituto Infraero de Seguridade Social (Infraprev). “O ISE auxilia a Instituição a incorporar em suas políticas de investimento uma maior

participação de empresas que compõem a carteira e a incluir critérios positivos e negativos de seleção orientados pelas boas práticas sustentáveis nas análises de investimento”, comenta a instituição.

O longo prazo é uma preocupação constante do Investidor Institucional. Para a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros), “nos investimentos de longo prazo, onde a busca é direcionada para a sustentabilidade da empresa, aspectos de ESG são extremamente relevantes”. A PREVI comenta que “os investidores parecem estar subestimando o impacto da sustentabilidade nas empresas brasileiras, sobretudo, naquelas mais diretamente expostas à competição externa”.

A Real Grandeza Fundação de Previdência e Assistência Social afirma que ao priorizar ativos que prezem pelo tema da sustentabilidade, “aumenta-se a capacidade de obter retornos financeiros de longo prazo necessários para garantir os compromissos atuariais estabelecidos, por meio de uma estratégia que visa à geração de resultados de forma responsável e adequada ao seu perfil”.

Nesse sentido, o ISE tem um importante papel de facilitar o acesso a “informações detalhadas que podem complementar nosso trabalho de seleção de ativos bem como de ser um parâmetro padronizado para avaliação de desempenho das empresas em relação ao investimento com responsabilidade socioambiental”, diz a instituição.

Abaixo, são apresentadas algumas declarações feitas pelas Entidades consultadas na pesquisa, acerca da importância do ISR.

“A PREVI acredita que a sustentabilidade é a capacidade de uma empresa de prosperar em um ambiente de negócios competitivo e mutável, antecipando tendências e atuando de forma proativa na captura de oportunidades geradas por essas grandes mudanças econômicas, ambientais e sociais.

A entidade busca investir em empresas que abordam esses fatores através de inovação, qualidade e produtividade pois elas tendem a gerar mais valor a longo prazo.” - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI).

“Ao priorizar, na seleção dos investimentos dos seus planos de benefícios, ativos que prezem pelo tema da sustentabilidade, o Investidor Institucional aumenta, de maneira consistente, sua capacidade de obter retornos financeiros de longo prazo necessários para garantir os compromissos atuariais estabelecidos, por meio de uma estratégia que visa à geração de resultados de forma responsável e adequada ao seu perfil” - Real Grandeza Fundação de Previdência e Assistência Social.

“As empresas que participam do índice, em geral, são dispensadas de avaliação por parte da equipe interna de análise” - Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (Valia).

“O ISE retrata a preocupação do mercado, ou seja, não apenas a preocupação dos investidores em identificar as empresas que possuem questões socioambientais inseridas na gestão do negócio, mas também o compromisso com a perenidade do próprio negócio e com as condições de trabalho e vida das pessoas” - CargillPrev Sociedade de Previdência Complementar.

“Trata-se de uma questão cultural e de valor que, a cada vez que a rentabilidade se torna evidente, um maior número de investidores irão se atentar para esse processo, provocando um efeito multiplicador” - Instituto Infraero de Seguridade Social (Infraprev).

“Nos investimentos de longo prazo, onde a busca é direcionada para a sustentabilidade da empresa, aspectos de ESG são extremamente relevantes.” - Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros)

7. Bibliografia

ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar); Consolidado Estatístico. São Paulo, junho 2012

BACARJI, Celso; MARCONDES, Adalberto. *ISE: sustentabilidade no mercado de capitais*, 1ª Ed. São Paulo: Report Ed, 2010. 173 p.

BANSAL, P; ROTH, K. *Why companies go green: a model of ecological responsiveness*. Academy of Management Journal, v. 43, n. 4, p. 717-736, 2000.

BANSAL, Pratima. *Evolving Sustainably: a longitudinal study of corporate sustainable development*. Strategic Management Journal, Vol. 26, pp. 197–218, 2005.

BIDERMAN, R.; BRITO, R.; MONZONI, M. *Finanças Sustentáveis e o Caso do Índice de Sustentabilidade Empresarial*. In: IX Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, FGV-SP, 2006. SIMPOI 2006 ANAIS / PROCEEDINGS. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

BM&FBOVESPA. *Novo Valor. Sustentabilidade nas Empresas: como começar, quem envolver e o que priorizar*. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2010. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guia-de-sustentabilidade.pdf>. Acesso em 20 de Junho de 2012.

DIAS, Edson Aparecido e BARROS, Lucas Ayres. *Sustentabilidade Empresarial e Retorno ao Acionista: um estudo sobre o ISE*. ENANPAD 2008.

EUROSIF. *European SRI Study*. Bruxelas, 2012.

EUROSIF. *European SRI Study*. Revised Edition. Paris, 2010.

HAANAES, K. *et al.* Sustainability Nears a Tipping Point. *MIT Sloan Management Review*. Research Report. Hollywood, winter 2012.

LÓPEZ-GAMERO, Maria D.; CLAVER-CORTÉS, Enrique; MOLINA-AZORÍN, José F. *Complementary Resources and Capabilities for an Ethical and Environmental Management: a qual/quan study*. Journal of Business Ethics, Vol. 82, pp.701-732, 2008.

PORTER, M.; KRAMER R., MARK. *Creating Shared Value: how to invent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*. Harvard Business Review, Jan/Feb/2011.

PORTER, M.; VAN DER LINDE, C. *Green and competitive: ending the stalemate*. Harvard Business Review, Vol. 73, pp. 120-134, Set/out 1995.

PRESTON, L. E e O'BANNON, D. P. The Corporate Social-Financial Performance Relationship: a typology and analysis *Business and Society*, 1997

PRI. *Report on Progress: an analysis of signatory progress and guidance on implementation*. 2011.

RESPONSIBLE RESEARCH, *Sustainable Stock Exchanges: real obstacles, real opportunities*, Genebra, 2010.

ROSSI, J. *What is the Value of Corporate Social Responsibility? an answer from the Brazilian Sustainability Index*. Prêmio Banrisul de Finanças Corporativas e Banking, 2009.

SOCIAL INVESTMENT FORUM FOUNDATION. *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. Washington DC, 2010. (US SIF)

US SIF FOUNDATION: The Forum for Sustainable and Responsible Investment. *Report on Sustainable and Responsible Investments Trends in the United States*. Washington DC, 2012. *Executive Summary* (US SIF)

WADDOCK, S. e GRAVES, S. B. The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 1997.

WALLS, Judith L.; PHAN, Phillip H.; BERRONE, Pascual. *An assessment of the construct validity of environmental strategy measures*. IESE Research Papers D/754, IESE Business School, 2008.

**Índice de
Sustentabilidade
Empresarial** **ISE** 