

## ANÁLISE INTEGRADA

# COMO INVESTIDORES ESTÃO ABORDANDO FATORES AMBIENTAIS, SOCIAIS E DE GOVERNANÇA NA AVALIAÇÃO FUNDAMENTALISTA



FEVEREIRO 2013

# PREPARAÇÃO DESTE DOCUMENTO

Em setembro de 2011 o PRI convocou um grupo de trabalho de signatários para investigar como os investidores e analistas estão integrando pesquisas ambientais, sociais e de governança (ESG) nos seus cálculos de valor justo. Os membros do grupo de trabalho de integração ESG são:

**Neil Brown** Alliance Trust Investments  
- Chair do grupo de trabalho

**Andre Bertolotti** Quotient Investors

**Paul Bugala** Calvert Investments

**Tony Campos** FTSE Group

**Cécile Churet** RobecoSAM

**Leanne Clements** London Pension Funds Authority

**Jennifer Coulson** British Columbia Investment  
Management Corporation

**Lisa Domagala** Solaris Investment Management

**Ralf Frank** DVFA (Sociedade de profissionais  
investidores na Alemanha)

**Dr. Hendrik Garz** Sustainalytics (anteriormente  
empregado pela West LB)

**Robert Hauser** Zürcher Kantonalbank (ZKB)

**Bruce Kahn** Deutsche Bank Climate Change Advisors

**Masahiro Kato** Mitsubishi UFJ Trust and  
Banking Corporation – observadora

**Erica Lasdon** Calvert Investments

**Barb MacDonald** British Columbia Investment  
Management Corporation

**Mary Jane McQuillen** ClearBridge Investments

**Christie Stephenson** NEI Investments

**Bryan Thomson** British Columbia Investment  
Management Corporation

**Mike Tyrrell** SRI-Connect

**Stéphane Voisin** Cheuvreux

**Niamh Whooley** Société Générale

Entre março e maio de 2012 o grupo de trabalho de integração ESG entrevistou 17 corretores, provedores de pesquisa e gestores de investimentos para encontrar exemplos de melhores práticas na análise integrada. Esses estudos de caso formam a base deste documento (consulte o Anexo 1 para uma lista dos entrevistados e as pesquisas consultadas).

O Secretariado do PRI espera receber comentários e sugestões para este documento. Os estudos de caso incluídos no documento não são de forma nenhuma definitivos e pesquisas integradas de alta qualidade continuam a ser realizadas e publicadas enquanto este documento estava sendo compilado e publicado.

Os estudos de caso têm a intenção de facilitar o debate sobre as principais questões abordadas neste documento e permitir aos proprietários de ativos, gestores de investimentos e analistas comparar suas próprias técnicas de análise integrada com as técnicas detalhadas neste documento. O grupo de trabalho considerará a atualização deste relatório no futuro.

Por favor encaminhe qualquer comentário ou contribuição para [implementation.support@unpri.org](mailto:implementation.support@unpri.org)

Agradecemos ao Grupo de Trabalho ESG do PRI que escreveu este documento em colaboração com o Secretariado do PRI. As opiniões expressas não representam as ideias dos membros do grupo de trabalho e do Secretariado. Elas não devem ser interpretadas como se fossem as opiniões dos signatários do PRI ou da Iniciativa PRI como um todo.

Os estudos de caso incluídos neste documento foram coletados ao longo de um período de doze meses e não necessariamente refletem a opinião atual do publicador da pesquisa.

Este documento foi produzido com o apoio da Comissão Europeia.

Editado por:

**Katie Beith, Neil Brown, Jessica Cassey and Rob Lake**

# CONTEÚDO

Prefácio	4
Resumo Executivo	5
Introdução	7
Integrated Analysis	8
Análise Econômica	8
Análise Setorial	11
Estratégia da Empresa	14
Relatórios Financeiros	17
Ferramentas de Avaliação	34
Conclusão	40
Anexo 1: Colaboradores e Pesquisas	41
Anexo 2: Iniciativas Setoriais Relevantes	42
Anexo 3: Exemplos de Desenvolvimento Regulatório Orientando a Evolução do Investimento Responsável	43
Anexo 4: Fatores ESG	44
Anexo 5: Uso da Informação ESG por Investidores	45
Anexo 6: Recursos	46

# PREFÁCIO



Por Neil Brown

*Chair* do Grupo de trabalho de Integração ESG do PRI

Gestor de Investimentos, Equipe de Investimento Sustentável e Responsável, Alliance Trust Investments

O investimento bem sucedido requer uma análise precisa de riscos e recompensas. É óbvio para mim que questões ambientais, sociais e de governança (ESG) são críticas para a avaliação de ambos.

Na Europa, estamos vivenciando o que acontece quando tanto os riscos como os benefícios são mal calculados e quando o sistema financeiro não atende aos interesses da sociedade que deve servir. Globalmente, as sociedades e os ambientes naturais foram lutando contra os aspectos perigosos do nosso sistema financeiro ao longo de décadas.

O investimento sustentável e responsável procura mudar esse sistema. Investimos em empresas que fazem parte da solução para o desenvolvimento sustentável e trabalhamos para melhorar aquelas que são parte do problema.

Ainda seja um conceito simples, o investimento sustentável e responsável mantém uma certa ambiguidade em torno de sua prática.

Quando escolhemos uma empresa, como devemos integrar as questões ESG em nossa estimativa do valor justo da sua ação? Pela primeira vez, após uma década trabalhando com a análise de empresas e integração ESG, teremos um documento que mostra de forma inequívoca que a análise integrada pode ser feita e está sendo feita. A análise integrada está sendo executada por algumas das maiores instituições financeiras mundiais e está sendo amplamente divulgada para investidores institucionais. Investidores precisam tanto dos retornos nos seus investimentos quanto de uma sociedade e meio ambiente onde possam aproveitá-los. Acredito que a análise apresentada tenta entregar isso e fica na vanguarda da prática de investimentos em 2013.

Para todos aqueles que trabalham na integração ESG, em nome do nosso grupo de trabalho, clientes e todos aqueles que vivem nos ambientes e sociedades que muitas vezes são esquecidas ou maltratadas, obrigado.

# RESUMO EXECUTIVO

Este documento – elaborado pelo Grupo de Trabalho de Integração ESG em Ações Listadas do PRI – foca na análise fundamentalista de ações e na contribuição que a análise de fatores ESG pode trazer para uma avaliação precisa de empresas listadas em bolsa. Ao longo deste documento isso é chamado de análise integrada.

Este documento apresenta como a análise integrada está sendo realizada em várias instituições financeiras que são líderes mundiais. Foi escrito para servir como referência da natureza e qualidade da análise disponível para investidores que queiram tomar decisões de investimentos integrados.

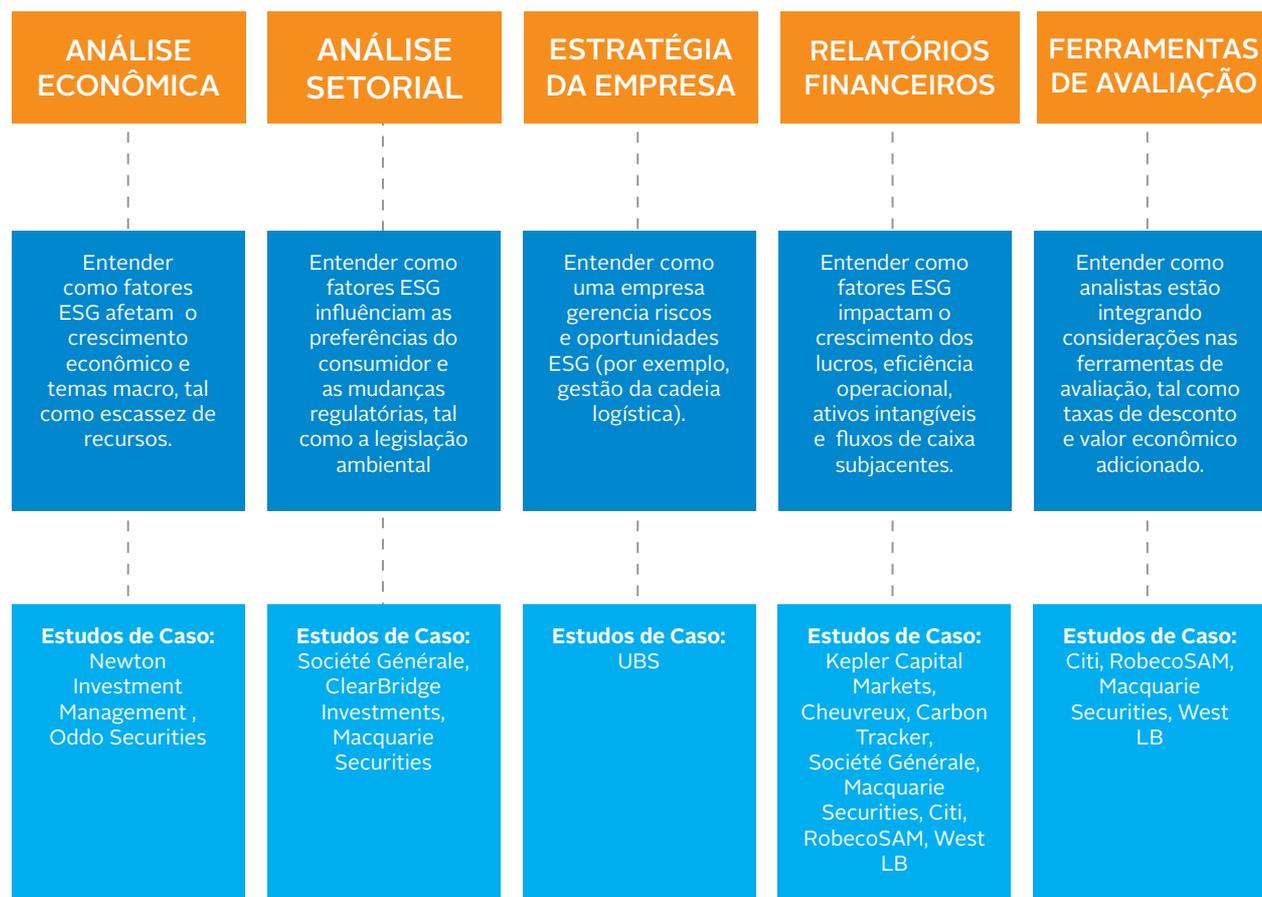
A estrutura do documento segue o padrão de uma revisão do macro-ambiente para o micro-ambiente. Usamos cinco etapas que incluem a análise das economias em que a empresa atua, dos setores em que a empresa opera, como ela conduz

suas operações, o impacto financeiro dessas operações e as ferramentas de avaliação utilizadas.

Embora poucas das partes analisadas sigam este processo em sua totalidade, essa estrutura permite destacar análises inovadoras e práticas comuns em cada fase. Estas etapas e seus estudos de casos estão resumidos na Figura 1.

A revisão demonstrou o uso avançado da análise integrada em todos os aspectos da avaliação fundamentalista de ações, particularmente na análise setorial, na previsão de lucro e no ajuste das taxas de desconto. Essas abordagens integradas para estimar um valor justo representam uma melhoria significativa dos modelos de avaliação que levam em consideração a escassez de recursos, as direções regulatórias futuras e tensões de prazo.

**Figura 1:** Integrando critérios ESG na análise de ações listadas em bolsa



Fonte: Pesquisa do PRI

## CONCLUSÕES

**As boas notícias:** não há dúvida que atualmente a análise integrada de alta qualidade demandada por investidores está sendo feita. Questões relacionadas à estrutura, utilização, mobilização de recursos e pagamento deveriam substituir questões que discutem se a análise pode ser feita.

**Pronto para Mainstream:** quase toda a análise seguiu um padrão de estrutura de pesquisa que reflete os resultados do estudo de qualquer equipe de pesquisa do sell-side ou de investidores. Questões ESG podem representar novos riscos e oportunidades e são precificadas por meio de modelos padrão de desempenho e avaliação. Acreditamos que qualquer investidor pode usar as pesquisas apresentadas neste documento.

**Tensões de prazo:** a dependência de pesquisas de avaliação tradicionais pode criar tensões entre seus horizontes relativamente curtos e os prazos mais longos, necessários para que questões ESG impactem as empresas. Uma grande parte da análise focou em situações em que as questões ESG tornaram-se urgentes ou em que os investidores estavam começando a ter um olhar de mais longo prazo.

**Uso intensivo de recursos:** para adquirir e avaliar a informação ESG é exigido o uso mais intensivo de recursos do que para a utilização de informação financeira auditada. A dificuldade enfrentada para adquirir informação consistente, comparável e auditada ainda é um desafio significativo para análise integrada.

**Divulgação não acompanha o desempenho:** a qualidade do reporting continua sendo vital, mas percebe-se que frequentemente as empresas estão fazendo mais do que o que divulgam. Isso levanta questões sobre os recursos requeridos para obter uma ideia precisa do desempenho da empresa.

**Contexto é vital:** com regimes regulatórios diferentes no mundo inteiro em termos de requisitos de divulgação, observou-se que dados brutos de ESG sem contexto podem ser enganosos. Emissões de carbono foram citadas como potencialmente enganosas, se não são conhecidos os mecanismos que penalizam as emissões, qualquer licença gratuita ou o local. Integrar dados brutos na avaliação sem esse contexto poderia ser enganoso.

**O papel da classificação de risco:** embora tenhamos encontrado amplo consenso com relação ao valor da classificação de risco no investimento responsável, casos deste tipo não se apresentam nos exemplos de integração trazidos neste documento. Em vez de usar a classificação de risco, o desempenho subjacente das métricas ESG foi usado para avaliar o desempenho dos negócios e valor diretamente. A falta de pesquisa integrada produzida por fornecedores independentes foi observada na revisão.

**Materialidade:** a identificação de questões materiais continua sendo mais arte que ciência. Enquanto há um amplo consenso de que alguns fatores ESG podem ter um impacto significativo sobre o desempenho de uma empresa, a materialidade de outros aspectos depende dos processos de investimentos de cada investidor, horizontes de investimento, orçamentos de risco e metas de desempenho.

# INTRODUÇÃO

## O QUE É O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL?

O PRI define investimento responsável como uma abordagem para investimento que reconhece explicitamente a relevância para o investidor de fatores ESG e para a saúde e estabilidade do mercado como um todo. Reconhece que a geração de retornos sustentáveis e de longo prazo depende de sistemas sociais, ambientais e econômicos estáveis, dinâmicos e bem governados .

Dentro desta definição abrangente, investimento responsável geralmente inclui: a incorporação de questões ESG nas decisões de investimento; participação ativa (ou engajamento); compromisso com a transparência e com o engajamento construtivos com políticas públicas .

## O QUE É A ANÁLISE INTEGRADA?

A análise integrada é o uso de informação ESG na análise de investimento.

Para fins do presente documento, a análise integrada refere-se à análise integrada fundamentalista, ou seja, o uso de informação ESG na estimativa do valor justo de uma empresa .

Há uma lista sempre crescente de fatores ESG que podem ter impacto naquilo que influencia o valor da empresa . A análise do impacto de fatores ESG materiais nas vendas, custos e retorno de longo prazo do capital pode ser usada para melhorar as decisões de investimento.

---

<sup>1</sup> Principles for Responsible Investment: <http://www.unpri.org/about-ri/introducing-responsible-investment/>

<sup>2</sup> Consulte o Anexo 5 para mais detalhes sobre o uso de informação ESG por investidores.

<sup>3</sup> Este documento foca na análise fundamental integrada como um método de integrar fatores ESG nas decisões de investimento.

<sup>4</sup> Consulte o Anexo 4 para exemplos de fatores ESG.

# ANÁLISE INTEGRADA

Os estudos de caso estão apresentados na seguinte ordem: análise econômica, análise setorial, estratégia da empresa, relatórios financeiros e ferramentas de avaliação. Investidores e analistas interessados em cálculos de valoração final devem consultar as seções sobre relatórios financeiros e ferramentas de avaliação em que estudos de casos em bases mais quantitativas são apresentados.

## ANÁLISE ECONÔMICA



### PORQUE INTEGRAR NA ANÁLISE ECONÔMICA?

O crescimento econômico é determinado entre outros fatores pela disponibilidade de recursos naturais, que chamamos de capital ambiental; tendências na sociedade, que chamamos de capital social; a governança de países, mercados e empresas, que equivalem ao capital de governança de um país; e o capital de investimento. Estes são insumos essenciais para qualquer economia. Companhias listadas ou que operam nesta economia são dependentes dos capitais anteriormente apresentados.

A importância de considerar governança nacional e corporativa aumentou nos últimos tempos. Ela se tornou mais evidente visto que investidores têm buscado lucrar com o crescimento em mercados em desenvolvimento e emergentes, em que há uma escassez de transparência e estruturas legais subdesenvolvidas existem. É geralmente aceito que a crise financeira que tem impactado as economias desde 2008 foi causada por uma falta de governança apropriada no nível das empresa e países.

Desenvolvimentos recentes de políticas em vários países tem melhorado a proteção de recursos e a precificação de externalidades, com esquemas de emissões de carbono emergindo em alguns países. O desenvolvimento de leis ambientais melhorou também. Isso ocorreu não apenas em mercados desenvolvidos, mas também em países em desenvolvimento grandes, particularmente na China.

Na União Europeia (UE), a introdução formal do Polluter Pays e Precautionary Principles está tornando as externalidades responsáveis das companhias.

O consenso internacional sobre os direitos humanos e as normas de trabalho tem implicações semelhantes para as empresas que operam globalmente. Investidores devem estar cientes da pressão social e política sobre empresas para internalizar custos sociais e ambientais, embora este movimento possa estar na seu início em muitas partes do mundo.

### PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

A maioria da análise integrada foca naqueles recursos que enfrentam restrições nos próximos dez anos e que provavelmente impactarão o crescimento. Entre as preocupações principais para as operações das empresas constam o uso da água e o risco apresentado por um aumento de dois graus Celsius na temperatura global, ambos agravados por mudanças em padrões demográficos. Os dois estudos de caso seguintes demonstram o papel da análise integrada para compreender o contexto macro para ações listadas, explorando questões demográficas e o uso da água.

## CONTEXTO DEMOGRÁFICO: A PIRÂMIDE ETÁRIA NA FRANÇA ESTUDO DE CASO 1:

**Nome:** Oddo Securities

**Tipo de empresa:** Corretor (França)

**Fonte de informação:** The Age of Pyramid: Old is Gold (publicação)

**Autores:** Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret

**Data:** Julho de 2007

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A população francesa cresceu por 13% ao ano de 1980 até 2005. Contudo, nos próximos 25 anos espera-se apenas 2% de crescimento ao ano. A Oddo Securities identificou essa mudança de envelhecimento da população como uma dinâmica econômica chave, particularmente para empresas operando na França, onde leis trabalhistas limitam a demissão de funcionários permanentes. Essa restrição significa que empresas francesas frequentemente operam com um excesso de funcionários. O envelhecimento da população apresenta oportunidades para a redução de custos salariais em uma gama de setores

### ANALISANDO FATORES ESG

A Oddo identificou setores que tem um número alto de funcionários mais velhos na beira da aposentadoria, tal como o automotivo, de telecomunicações e de utilidade pública; e depois identificou as empresas mais expostas a esta oportunidade. As reduções de custos para as empresas expostas foi estimada analisando o impacto de três, potencialmente cumulativos, cenários:

- não-substituição – estas são as economias feitas quando

os funcionários permanentes se aposentam e não são substituídos;

- “deslocalização” – estas são as economias feitas quando os funcionários são deslocados para outras regiões com salários menores.
- o efeito “Noria” – estas são as economias feitas quando funcionários aposentados são substituídos por trabalhadores mais novos com um salário médio menor.

Analistas descontaram a redução de custos pelo custo de capital e estimaram o impacto mínimo da pirâmide etária na avaliação das ações de 20 empresas na Europa. O up-side de 12 meses dessas avaliações variou de 9% a 20%.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A Oddo identificou um fator macroeconômico chave (a força de trabalho a se aposentar) e analisou a exposição dos setores franceses e empresas específicas. Analistas estimaram reduções de custos antecipadas, resultado das dinâmicas da pirâmide etária, e calcularam o impacto na avaliação da empresa. Por meio da integração da análise social na sua visão econômica, a Oddo conseguiu melhor entender o ambiente operacional das empresas sendo analisadas.

**Figura 2:** Exposição à pirâmide etária e economias de custos descontadas de 20 ações

Setor	Empresa	Pontuação Geral (até 100)	Redução de custos (€ m)	Impactos na Capitalização
Aeronáutica, defesa	EADS	28.0	1904	10.6%
	<b>Thales</b>	<b>48.0</b>	<b>1510</b>	<b>17.8%</b>
	Zodiac	47.0	280	8.5%
Transporte aéreo	<b>Air France</b>	<b>42.0</b>	<b>1834</b>	<b>17.8%</b>
	Lufthansa	40.5	1478	16.4%
Seguro	AXA	40.5	573	0.9%
	CNP	38.5	96	0.7%
Automotivo	<b>PSA</b>	<b>42.0</b>	<b>4612</b>	<b>32.9%</b>
	Renault	42.5	2876	9.3%
Fabricantes de componentes	<b>Michelin</b>	<b>49.5</b>	<b>3121</b>	<b>23.1%</b>
	Valeo	36.5	289	9.3%
Bancos	BNP Paribas	49.0	4944	5.8%
	<b>Crédit Agricole</b>	<b>46.5</b>	<b>4944</b>	<b>10.2%</b>
	Société Générale	47.5	4847	7.3%
	Natixis	37.0	490	2.2%
Telecomunicação	Deutsche Telekom	27.0	3617	6.0%
	<b>France Telecom</b>	<b>43.0</b>	<b>6941</b>	<b>12.6%</b>
	Telecom Italia	26.5	1514	4.0%
Utilidade pública	EDF	51.0	10502	8.3%
	<b>GDF</b>	<b>48.5</b>	<b>3618</b>	<b>10.1%</b>
<b>Média</b>		<b>41.6</b>	<b>3000</b>	<b>10.6%</b>

Fonte: Oddo Securities, 2007

4. Instituto Nacional do Estudos Estatísticos e Econômicos (França), Oddo Securities, The Age Pyramid: Old is Gold, Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret, julho de 2007.

## ESGOTAMENTO DE RECURSOS: RESTRIÇÕES DE ÁGUA NA CHINA ESTUDO DE CASO 2:

**Nome:** Newton Investment Management

**Data:** Outubro de 2007

**Tipo de empresa:** Gestor de Investimentos (Reino Unido), £49,6 bi em ativos sob gestão (a partir de 31 de Dezembro de 2012)

**Link:** [http://privateclients.newton.co.uk/core/resources/responsible\\_investment/content/items/2007/content/sri\\_water\\_increasing\\_demand\\_diminishing\\_supply\\_q3.pdf](http://privateclients.newton.co.uk/core/resources/responsible_investment/content/items/2007/content/sri_water_increasing_demand_diminishing_supply_q3.pdf)

**Fonte de informação:** Water – increasing demand, diminishing supply (publicação)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Neste relatório de 2007 a Newton Investment Management identificou o uso excessivo e a poluição de da água na China como um risco chave para empresas em áreas afetadas. A escassez de água, particularmente no norte da China, foi agravada pela crescente competição por água pela agricultura, indústrias e cidades, conforme ocorre a expansão da população e da economia de consumo.

A legislação chinesa, introduzida em 2007 e 2010, tornou cada vez mais difícil obter e manter licenças de água, limitou acesso aos locais de fabricação, colocou restrições no uso de agrotóxicos e tornou mais rigorosos os requisitos de planejamento. O estado chinês também comprometeu US\$ 62 bi para um projeto sul-norte de transposição de água, US\$ 3 bi para dessalinização e US\$ 5 bi para instalações de reciclagem de água no décimo segundo Plano de Cinco Anos (2011-2016).<sup>5</sup>

### ANALISANDO FATORES ESG

Na sua análise da dinâmica macro, a Newton Investment Management focou nos detalhes da política de governo com relação à gestão de oferta e demanda, regulação restritiva

e investimentos em infraestrutura. Entre 1990 e 2007, o Congresso Nacional do Povo promulgou mais de 40 leis ambientais, triplicando a legislação ambiental da China. Com relação à exposição e resposta das empresas, analistas focaram nos setores com consumo elevado de água, nas regiões em que as operações ocorrem e na exposição da cadeia de abastecimento. Em termos de oportunidades do mercado, é esperado que a legislação e incentivos, na China e em outros países, dirijam o crescimento em áreas tal como a produção de água potável, armazenamento e transporte de água, reservatórios de água e reciclagem.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A Newton Investment Management tem acompanhado de perto esses fatores ESG na China. Riscos podem ser mais imediatos que oportunidades, particularmente em setores com consumo elevado de água, tal como a agricultura e os setores têxtil e de energia. Baseado nas informações apresentadas por 185 empresas do Global 500, o Relatório Global da Água de 2012 do CDP<sup>6</sup> mostra que mais da metade das empresas (53% acima dos 38% em 2011) tiveram impactos negativos de desafios relacionados à água, incluindo a escassez de água, inundações, elevação dos custos de conformidade, a incerteza regulatória e a má qualidade da água nos últimos cinco anos.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- Quão sustentável são as tendências de crescimento econômico?
- Previsões de longo prazo refletem restrições ESG?
- Quão robustas e progressivas são as leis ambientais do país?
- Como o é que o estado regula o uso da terra e da água?
- Quais tendências demográficas estão se desenvolvendo?
- O país tem um sistema legal que protege direitos humanos?

- Os níveis de criminalidade estão melhorando?
- Há investimentos em quais infraestruturas?
- Os sistema de saúde e de educação tem melhorado?
- Como o estado regula a saúde e seguridade?
- A disponibilidade de recursos naturais está impactando ou deverá impactar o balanço comercial?

Medidas em direção ao crescimento econômico sustentável podem representar custos para as empresas no curto prazo. No entanto, estruturas de governança sustentáveis apoiam as oportunidades de investimento de longo prazo e criam vantagens para as empresas que já administram bem os fatores ESG.

5. Risco de Água na China, 2012 [www.chinawatererrisk.org](http://www.chinawatererrisk.org)

6. Relatório Global da Água de 2012 do CDP <https://www.cdproject.net/CDPResults/CDP-Water-Disclosure-Global-Report-2012.pdf>

# ANÁLISE SETORIAL



## PORQUE INTEGRAR NA ANÁLISE SETORIAL?

O mercado que uma empresa procura explorar tende a ser sustentado por dinâmicas ESG. Por exemplo, tendências sociais que estão mudando preferências dos consumidores e padrões de segurança dos produtos podem alterar o cenário competitivo de uma empresa. Uma fonte chave de mudança que emerge em resposta à dinâmica macro é a regulação, o que gera riscos e oportunidades dentro e entre setores.

## PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

Analistas estão procurando mudanças nas dinâmicas do mercado que afetarão a capacidade de geração de lucros da empresa. Encontramos analistas avaliando o impacto de mudanças legais e regulatórias em cada mercado e identificando tendências de consumo em direção à sustentabilidade, como resultado das restrições de recursos e mudanças no estilo de vida das pessoas.

Os seguintes estudos de caso do Société Générale, ClearBridge Investments e Macquarie Securities são exemplos de análise integrada no nível do setorial.

## RISCOS/OPORTUNIDADES LEGAIS: LEGISLAÇÃO SOBRE PRODUTOS TÓXICOS NA INDÚSTRIA QUÍMICA ESTUDO DE CASO 3:

**Nome:** Société Générale

**Tipo de empresa:** Corretor (Pan-europeu)

**Fonte de informa o:** SRI: Beyond Integration (publica o)

**Autores:** Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat

**Data:** Março de 2011

**Link:** <https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A legisla o sobre a Cadastramento, Avalia o, Autoriza o e Restri o de Substâncias Químicas (REACH) teve um impacto grande sobre o setor químico europeu nos países em que foi implementada em 2007. Legisla o semelhante também pode entrar em vigor nos Estados Unidos, onde há discussões em curso sobre a Lei de Químicos Tóxicos de 2011. O setor químico global está passando por um período de maior pressão por transparência, maior controle e queda de demanda por produtos que contenham substâncias químicas pol micas. Ao mesmo tempo, inova o, pesquisa e desenvolvimento (P&D) do setor químico têm fornecido algumas das solu es para questões-chaves de sustentabilidade, tal como mudanças climáticas e tratamento da  gua.

### ANALISANDO FATORES ESG

O Société Générale identificou líderes do mercado por meio da análise de questões materiais que podem impactar o desempenho e/ou valor. A equipe de investimentos socialmente responsáveis colaborou com analistas do setor para entender essas questões, que no setor químico são:

1. Administra o de produtos de alto risco;
2. Gestão de energia (incluindo a disponibilidade de gasolina barata nos Estados Unidos) e mudanças climáticas;

3. Reestrutura o na Europa e foco nos mercados emergentes;
4. Inova o para fornecer importantes solu es sustentáveis;
5. Saúde e segurança.

O Société Générale usou vários indicadores-chaves de desempenho (KPIs) para analisar as respostas das empresas para cada categoria. Por exemplo, o KPI para a categoria "Administra o de produtos de alto risco" são:

- porcentagem de produtos químicos perigosos utilizados
- exposi o   'química verde'
- custos de conformidade relacionadas com os mercados, regula o e produtos.

Com base nesses KPIs, o Société Générale avaliou quais empresas estavam mais expostas aos custos que a legisla o mais rigorosa sobre produtos químicos perigosos impõe.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A análise temática do Société Générale sobre dinâmicas ESG setoriais permitiu a identifica o de líderes e de empresas mais atrasadas com rela o   exposi o   legisla o que pode impactar as receitas e custos. A capacidade de inovar como resposta às mudanças legais bem como as preocupa es mais abrangentes dos consumidores também foram analisadas para determinar as vantagens competitivas no longo prazo.

## RISCOS REGULATÓRIOS: SETOR DE ENERGIA AMERICANO ESTUDO DE CASO 4:

**Nome:** ClearBridge Investments

**Fonte de informação:** Entrevista

**Tipo de empresa:** Gestor de Investimentos (EUA), US\$ 57,2 bi em ativos sob gestão (a partir de 31 de dezembro de 2012)

**Data:** Novembro de 2012

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Na análise de empresas de utilidade pública (utilities) e energia, a ClearBridge Investments identificou as seguintes legislações relevantes:

- Legislação climática federal;
- Requerimentos regulamentares federais e regulamentos da Agência de Proteção Ambiental
- Requerimentos renováveis e padrões de poluição estaduais;
- Legislações fiscais renováveis.

A ClearBridge Investments usou os arquivos da Securities Exchange Commission (SEC), apresentações públicas, associações comerciais, estudos especializados de terceiros, dados do CDP e mídia em geral como fontes de pesquisa.

### ANALISANDO FATORES ESG

A ClearBridge Investments analisou a proporção entre ativos e combustíveis das empresas e a conformidade com os

requerimentos regulatórios para identificar aquelas empresas que se beneficiariam com as tendências de longo prazo. O posicionamento da empresa em relação às crescentes exigências ambientais foi derivado da proporção superior de ativos e, portanto, um custo menor de conformidade. O aumento estimado em passivos ambientais ou gastos em projetos específicos para cada empresa foram então integrados em estimativas de lucro de curto prazo e do valor presente líquido.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O estudo de caso da ClearBridge Investments mostra como o custo de conformidade à regulamentação ambiental pode ser integrado no valor justo das empresas de serviços públicos regulados e fornecedores de energia. Empresas que tem uma proporção favorável em relação a capacidade de gerar mais energia limpa terão maior estabilidade no lucro. Além disso, essas empresas deverão correr menores riscos de oscilações negativas nos preços das suas ações por conta de notícias negativas na imprensa e preocupações do investidor com mudanças no rigor da legislação.

## MUDANDO AS PREFERÊNCIAS DO CONSUMIDOR: SETOR DE EMBALAGENS ESTUDO DE CASO 5:

**Nome:** Macquarie Securities

**Autor:** Aimee Kaye

**Tipo de empresa:** Corretor (Austrália)

**Data:** Março de 2012

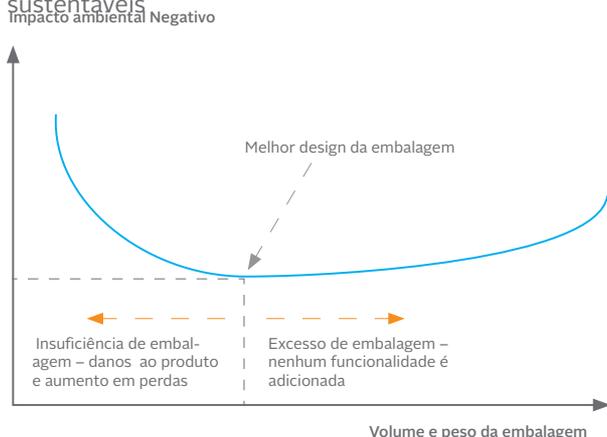
**Fonte:** Apresentação intitulada 'ESG Investment Trends: Determining materiality and driving integration – a focus on measuring and valuing the 'S' in ESG' (entrevista)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

MA Macquarie Securities identificou oportunidades de longo prazo para embalagens sustentáveis, como resultado de fatores ESG diversos. A legislação, particularmente na Europa, está direcionando a demanda varejista nesse sentido, especialmente para setores como o de cosméticos e cuidados pessoais, alimentos e bebidas e serviços de alimento.

Custos crescentes de aterros sanitários estão forçando as empresas, governos locais e consumidores a considerar o uso e descarte de embalagens. A mídia está aumentando ainda mais a consciência do consumidor, e a importância de embalagens sustentáveis está levando a um "posicionamento verde" das empresas, em antecipação à demanda dos consumidores. A Macquarie Securities espera que haja um crescimento no setor de embalagens sustentáveis, como resultado dessas dinâmicas ESG.

**Figura 3:** Obtendo o melhor design em embalagens sustentáveis



Fonte: Macquarie Securities, 2012

### ANALISANDO FATORES ESG

A Macquarie Securities modelou o crescimento estimado em embalagens sustentáveis, conforme o foco geográfico dos participantes do setor e descobriu que o crescimento era concentrado na Europa e em particular no setor de embalagens plásticas. A análise de todas as empresas operando no mercado europeu revelou a Amcor como o líder global, dado sua capacidade de crescimento em termos de escala, escopo, presença global e sua ferramenta proprietária de avaliação do ciclo de vida. A Macquarie Securities estimou um aumento de 2% a 3% do market share no mercado chave da Amcor, e, posteriormente, modelou isso nas projeções de receitas.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A análise da Macquarie Securities sobre os direcionadores de valor ESG no setor de embalagens identificou regulação, demanda varejista e preferências do consumidor como orientadores futuros de oportunidades de crescimento. O crescimento do mercado estimado foi usado para ajustar previsões de receita e escolher ações.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- Quais riscos e oportunidades ESG específicas são enfrentados pelo setor?
- Como se pode monitorar as mudanças legislativas e regulatórias?
- Quais serviços de informação podem ser utilizados para manter os analistas informados sobre acontecimentos relevantes?

- Como se pode monitorar as mudanças frequentes nas preferências dos consumidores?
- Preferências do consumidor e tendências de demanda do consumidor estão sendo atendidas em termos da capacidade ambiental e social necessária para manter a oferta?
- Quais tendências ESG orientarão ou restringirão as preferências e tendências de demanda?

O impacto das dinâmicas ESG setoriais nas receitas e avaliação são exploradas em mais detalhe na seção de Demonstração de Resultados e Ferramentas de Avaliação deste documento.

# ESTRATÉGIA DA EMPRESA



## PORQUE INTEGRAR NA ANÁLISE DA ESTRATÉGIA E GESTÃO DA EMPRESA?

Esta parte explora o uso de informação ESG pelo investidor na análise da estratégia e gestão da empresa. A estratégia da empresa comunica como a organização procura explorar as oportunidades e gerir os riscos apresentados pela economia e pelo setor em que opera.

Os gestores da empresa cada vez mais têm que considerar uma série de stakeholders nas suas decisões estratégicas. O aumento do ativismo dos acionistas, a maior cobertura da mídia dos temas de responsabilidade corporativa e consumidores mais informados obrigam as empresas a gerenciar riscos e oportunidades ESG a fim de alcançar sucesso estratégico no longo prazo. Gestores que estão cientes dos riscos e oportunidades ESG estão bem colocados para antecipar impactos regulatórios e para se preparar para mudanças no mercado-alvo da empresa. Essa capacidade de responder a ambientes que mudam constantemente e que tem vários stakeholders depende dos recursos humanos da empresa e da qualidade do seus gestores e da estrutura de governança.

Dessa forma, as relações entre a empresa e sua comunidade, seu ambiente, seus funcionários e conselho podem ser geridas para promover a geração de valor para o acionista no longo prazo.

## PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

Os analistas estão avaliando o conhecimento das questões ESG como um indicador da habilidade de uma empresa para responder às necessidades emergentes e tendências de demanda. Eles utilizam fatores ESG para identificar quais as empresas que melhor estão aproveitando as oportunidades do mercado e para analisar as vantagens da sua posição na indústria.

A análise revelou que modelos tal como as Cinco Forças<sup>7</sup> de Porter estão sendo utilizadas para avaliar respostas às dinâmicas ESG por setor. A estrutura de Porter é frequentemente utilizado por analistas conduzindo pesquisas fundamentalistas de empresas. A Figura 4 destaca a materialidade de questões ESG para considerações estratégicas

**Figura 4:** As Cinco Forças de Porter e o desempenho ESG da empresa

Forças da indústria	Exemplos de desempenho ESG da empresa
Intensidade de competição	A empresa pode lidar com riscos de reputação e oportunidade?
Ameaça de novos entrantes	A empresa possui capital humano motivado e inovador ou tem tecnologia disruptiva?
O poder do fornecedor	Tem acesso a matérias primas, crédito e licença segura para operar?
O poder do comprador	A empresa se beneficia com a satisfação e fidelização dos consumidores?
Ameaça do substituto	Qual é o perfil ambiental dos produtos / serviços da empresa? Tem uma cadeia de suprimentos segura?

Source: PRI research

Outra ferramenta tradicional utilizada eficientemente para análise integrada é a análise SWOT (análise sobre os pontos fortes, os pontos fracos, as oportunidades e as ameaças).

A Figura 5 demonstra como a análise SWOT fornece um modelo no nível da ação para que o analista consiga identificar e entender questões ESG<sup>8</sup>, e isolar catalisadores ESG potenciais para oportunidades e ameaças<sup>9</sup> diárias.

**Figura 5:** Análise SWOT e fatores ESG

SWOT	Exemplos de fatores ESG
Pontos fortes	Fidelização de clientes, sustentabilidade do produto, funcionários motivados, eficiência operacional
Pontos fracos	Riscos desconhecidos da cadeia de suprimento, passivos e externalidades não geridos
Oportunidades	Legislação, esgotamento de recursos, tecnologia disruptiva
Ameaças	Legislação, esgotamento de recursos, tecnologia disruptiva

Fonte: Pesquisa do PRI

7. Porter, M. E., "How Competitive Forces Shape Strategy?", Harvard Business Review, March 1979 <http://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy/ar/1>  
 8. Cheuvreux, Enel: ESG Profile, 22 September 2012  
 9. UBS, ESG Analyser - Framework, 18 May 2010

# ANÁLISE INTEGRADA DOS PRINCIPAIS ORIENTADORES DA DEMANDA

## ESTUDO DE CASO 6:

**Nome:** UBS

**Tipo de empresa:** Corretor (Global)

**Fonte de informação:** ESG Analyser – Framework (publicação)

**Autores:** Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka

**Data:** Maio DE 2010, 2º edição 2011, 3º edição 2012

**Contato:** Julie Hudson

### II IDENTIFICANDO FATORES ESG

O UBS utilizou as Cinco Forças de Porter como uma ferramenta de integração, possibilitando a identificação das questões ESG materiais e seu impacto nas empresas. O UBS identificou seis orientadores principais: dependências externas, clientes, produto, cadeia de suprimentos, capital humano e reputação; e os indicadores financeiros e métricas ESG que são materiais para cada orientador.

**Figura 6:** Principais orientadores de valor e indicadores ESG materiais

insumos básicos	Indicadores financeiros materiais	Indicadores ambientais e sociais ou relato
Dependências externas	Alavancagem financeira, despesa financeira. % das vendas que corresponde ao custo dos produtos vendidos (CPV). % CPV que corresponde ao custo de energia. Tamanho da empresa: receita absoluta, número de funcionários, segmentação geográfica de vendas. % da bolsa local que corresponde à capitalização de mercado e (para grandes empresas) o PIB.	Pegada ecológica – emissões atmosféricas, na água e terra. Eficiência energética. Reciclagem; descarte e tratamento de lixo.
Clientes	Crescimento das vendas. Segmentação das vendas. % das vendas que corresponde a despesas de vendas, administrativas e gerais. Participação de mercado. Número de clientes, receita por cliente.	Rotulagem de produtos. Satisfação do cliente. Atendimento das necessidades do cliente (por exemplo, restrição de informação de dados ao cliente, acesso a medicamentos). A escolha/capacitação do cliente.
Produtos	Margem operacional, % das vendas que corresponde à P&D, % das vendas que corresponde às despesas de vendas, administrativas e gerais. % das vendas que corresponde à categoria do produto mais vendido.	Segurança do produto. Qualidade do produto. Impactos do ciclo de vida do produto (incluindo o uso).
Cadeia de suprimentos	% das vendas que corresponde ao custo dos produtos vendidos (CPV). Compras no exterior - % do total ou se possível uma divisão geográfica. Número de fornecedores.	% da cadeia de suprimentos que é auditada. Gestão sustentável de compras.
Capital humano	Receita por funcionário, % das vendas que corresponde aos salários. % das vendas que corresponde à P&D. Faixas salariais e salário maior menos o menor (ou similar). Tendências de crescimento das vendas, margens.	Saúde e segurança, por exemplo, paradas por acidentes, afastamento por doença. Demografia e diversidade da força de trabalho. Educação – 2º grau, 3º grau, % da força de trabalho. Reestruturação. Sindicalização, se relevante.
Reputação	% da avaliação pela soma das partes que corresponde à marca. Tamanho da empresa. Número de funcionários.	Governança corporativa. Gestão de risco com relação a todos os itens acima, quando aplicável.

Fonte: UBS, 2010

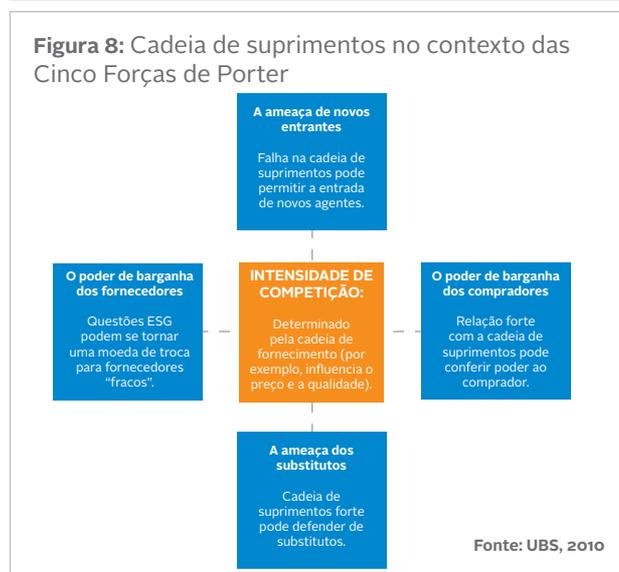
### ANALISANDO FATORES ESG

Cada orientador principal foi analisado no contexto das Cinco Forças de Porter: intensidade de competição, o poder de barganha dos fornecedores, o poder de barganha dos compradores, a ameaça dos substitutos e a ameaça de novos entrantes; de modo a compreender a sustentabilidade dos principais orientadores.

**Figura 7:** Dependências externas no contexto das Cinco Forças de Porter



**Figura 8:** Cadeia de suprimentos no contexto das Cinco Forças de Porter



**Figura 9:** Conectando as questões ESG aos fundamentos do setor e às finanças

Sector	1. Principais Orientadores	2. Indicadores financeiros chave	3. Questões ambientais e sociais que podem afetar os principais orientadores ou as finanças	4. Questões de governança que podem afetar os principais orientadores ou as finanças
Aeroespacial	Crescimento do tráfego aéreo, (taxa de entrega), o orçamento de defesa, moeda (US\$).	Crescimento das vendas, a margem de lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA), as taxas de entrega, taxas de crescimento de reposição.	Turbinas e desenhos de estrutura e fuselagem que são energeticamente mais eficientes. Redução de número de funcionários para lidar com a diminuição de gastos do governo. O risco de reputação em relação às armas que têm um impacto sobre alvos não-militares, tais como minas terrestres e bombas de fragmentação.	Todas as empresas ganham alguma proporção das receitas diretamente do governo por meio do orçamentos de defesa. Todas as empresas envolvidas em grandes contratos relacionadas ao governo são potencialmente vulneráveis ao risco de questões de transparência. Várias empresas têm golden shares, o que pode protegê-las de aquisições hostis durante picos nos gastos de defesa.
Aéreo	Demanda dos passageiros, disponibilidade de assentos, petróleo e interrupções de funcionários.	Demanda dos passageiros e rendimento por passageiro (crescimento de vendas), o preço do petróleo.	Aumento no preço do petróleo, Esquema de Comércio de Emissões (ETS) a partir de 2012 tem impacto nos lucros. Interrupção do trabalho enquanto a concorrência ameaça práticas de trabalho tradicionais.	Como o governo irá regular as questões ambientais (por exemplo, o Esquema de Comércio de Emissões (ETS) de 2012).
Energias Alternativas	Crescimento de demanda, intensidade de competição num setor fragmentado.	Crescimento das receitas, margens brutas e dos custos de produção, fluxo de caixa livre.	Uso do solo para a produção de energia solar e de vento, aprovação política, disposição para subsidiar mesmo que o fornecimento de energia elétrica não seja competitivo.	Relação com o governo, a administração pode ser focada em crescimento das vendas, aceitando a diluição dos acionistas para financiar o crescimento.
Automobilístico	Clientes, disponibilidade de crédito, PIB, desemprego, matérias primas.	Crescimento das vendas, margem LAJIDA, Capital de Giro, investimento (CAPEX), depreciação e amortização.	10-15% da força de trabalho total está envolvida no setor automobilístico em países europeus, regulação de CO <sub>2</sub> , intervenção do estado	Conflito de interesse entre famílias e acionistas e intervenção do governo
Bancos	Reputação, capital humano, clientes.	Receita líquida de juros, margens dos ativos e dos passivos, a qualidade e quantidade de capital.	A maioria dos riscos são sociais: insatisfação de contribuintes, angústia social se as questões de crédito mantiverem-se, insatisfação dos clientes, redução da força de trabalho, condições de trabalho.	Reputação, incertezas regulatórias sobre o setor bancário, questões sobre a dívida soberana.
Bebidas	Matérias primas chaves para a agricultura, água, embalagem, incluindo alumínio, vidro, plástico, lidar com varejistas que tentam diminuir os preços, reputação da marca é importante.	Crescimento orgânico do volume, mix de preço e margens.	Rendas crescentes, a estabilidade política e a saúde econômica dos mercados emergentes. Visão do governo do setor como uma fonte de imposto / perspectiva de que não é saudável.	Os acionistas têm impacto sobre decisões de fusões e aquisições versus decisões de propriedade familiar. A remuneração dos administradores de acordo com a decisão dos acionistas.

Fonte: UBS, 2010

O UBS aplicou esta análise para 44 subsectores de renda variável, identificando os indicadores financeiros e ESG das empresas desses subsectores.<sup>10</sup>

## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Os orientadores principais determinados por UBS sugerem que o valor de uma empresa é concentrado na capacidade da empresa para administrar acionistas. O uso do modelo do Porter ajudou aos analistas entender as dinâmicas dos setores e a capacidade das empresas constituintes administrar riscos e oportunidades ESG futuros, tanto operacionais como estratégicas, e suas vantagens competitivas daqui para frente.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: A ESTRATÉGIA E GESTÃO DA EMPRESA

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- A empresa está consciente dos fatores ESG na economia e na indústria em que atua?
- Que importância é dada pela administração aos desafios colocados pelas questões ESG?
- Quanto a alta administração entende dos riscos ESG da empresa?
- A empresa procura oportunidades que surgem das dinâmicas ESG?
- Os relatórios da empresa delineiam os riscos ESG? A estratégia incorpora estes riscos?
- Quão detalhado são os relatórios com respeito ao desempenho ESG?
- Os relatórios ligam os fatores ESG ao desempenho

financeiro?

- Qual é a posição da empresa em relação às licenças operacionais atuais e potenciais, e em relação aos pontos de estrangulamento na cadeia de suprimentos e aos recursos?
- Até que ponto a administração envolve os stakeholders, em particular clientes, funcionários e o governo? Como eles coletam opiniões?
- Quão sensível é a empresa ao engajamento do investidor?
- A administração de questões ESG é apoiada pelo conselho?

Uma vez que as questões críticas foram identificadas, os analistas precisam buscar dados relevantes e estudá-los para formar uma opinião baseada em fatos sobre a administração de questões ESG. Também podem comparar como os seus concorrentes gerem essas mesmas questões. Os investidores fundamentam-se basicamente em relatórios das empresas, reuniões e encontros com corretores sobre esse tipo de dado. Todavia, a análise competitiva e detalhada pode exigir o uso de fontes adicionais de informação.

10. As perspectivas e opiniões expressadas nesse artigo são do autor e não do UBS Limited. O UBS Limited não aceita responsabilidade pelo conteúdo deste artigo. Este artigo foi publicado apenas para fins informativos e não deve ser interpretado como uma solicitação ou oferta de compra ou venda de valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados. Os pontos de vista do autor podem ter mudado desde a publicação inicial deste artigo.

# RELATÓRIOS FINANCEIROS



A análise integrada fornece uma ideia mais completa da capacidade da empresa criar valor. Com base na análise do ambiente externo de uma empresa e seu posicionamento no setor, as três seções seguintes (A demonstração do resultado, balanço e fluxo de caixa) exploram como a análise integrada está sendo usada para entender e complementar os relatórios financeiros padrão.

## DOCUMENTOS CONTÁBEIS: A DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO

Esta seção apresenta estudos de caso sobre a análise integrada das receitas da empresa, dividida entre empresas que focam em vendas e empresas que focam em custos.

### VENDAS

#### PORQUE INTEGRAR DENTRO DA ANÁLISE DE VENDAS?

O crescimento das vendas é orientado pelo aumento do volume ou preço. Tendências dentro da sociedade, tal como: o gosto do cliente, modas em novos mercados ou crescimento em mercados estabelecidos. Preferências de gosto também podem resultar em aumentos de preços e a marca é a base deste poder de preços. O alcance da mídia global há aumentado as demandas por responsabilidade corporativa, ligando essa responsabilidade à marca da empresa.

#### PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

Analistas estão utilizando o desempenho ESG para prever vendas e lucros com mais precisão, focando em crescimento de receitas e o que vai afetar a demanda de hoje em diante. Previsões são ajustadas para refletir riscos e oportunidades futuras.

## REGULAÇÃO SOBRE SEGURANÇA NOS TRANSPORTES: AJUSTANDO PREVISÕES DE VENDAS. ESTUDO DE CASO 7:

**Nome:** Kepler Capital Markets

**Tipo de empresa:** Corretor (França)

**Fonte de informação:** Automobiles & Parts: Playing it safe – looking into road safety (publicação)

**Autores:** Michael Raab, Pierre Boucheny, Xavier Caroen, Fabio Iannelli, Tobias Loskamp

**Data:** Outubro de 2011

#### IDENTIFICANDO FATORES ESG

As Nações Unidas procuram reduzir o número de fatalidades nas estradas em 50% até 2020. Em resposta a um pedido da Alliance Trust Investments, a Kepler identificou o uso difundido de tecnologias de prevenção de acidentes para alcançar essas metas, com um foco na mensuração de segurança ativa versus a passiva. O Diretivo de Segurança Rodoviária da Comissão Europeia de 2008 focou na infraestrutura rodoviária, tecnologias de veículos e a

aplicação global, entre outras prioridades, e ordena determinadas características de segurança dos veículos. Outras regiões devem seguir o exemplo, tornando as medidas de segurança ativa uma megatendência global.

#### ANALISANDO FATORES ESG

Inicialmente, Kepler focou em tecnologias que reduziram significativamente a probabilidade de acidentes já que essas tecnologias estão claramente identificadas por um

orientador regulatório. Depois focou em outras tecnologias eletrônicas que ainda não são reguladas, mas que têm potencial para reduzir a probabilidade de acidente.

Utilizando informações publicamente disponíveis, preços do componente foram modelados com taxas de penetração globais e previsões de volume para essas tecnologias para o período de 2011-2025. Foi estimado que o mercado geral para componentes relacionados crescerá de EUR 13 bi em 2011 para EUR 58 bi em 2025, o que sugere uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 11%. É estimado um crescimento de 3,3% no volume da produção global veículos

leves para o mesmo período, o que indica oportunidades para crescimento anual estrutural de 8% para empresas cujas carteiras de tecnologia sejam voltadas para os recursos de segurança obrigatórios.

## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A Kepler aplicou essas estimativas de crescimento revisadas a modelos de avaliação para refletir as tendências estruturais previstas. As previsões resultantes para o lucro antes dos juros e impostos (EBIT) foram então descontadas e incorporadas na valorização potencial de cada ação.

## AJUSTANDO AS PREVISÕES DE RECEITA PARA AS EMPRESAS DO SETOR EXTRATIVISTA. ESTUDO DE CASO 8:

**Nome:** Carbon Tracker Initiative

**Autor:** James Leaton

**Tipo de empresa:** Empresa sem fins lucrativos (Reino Unido)

**Data:** Julho de 2011

**Fonte de informação:** Apresentação intitulada 'Unburnable Carbon: Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?' (entrevista)

**Link:** [www.carbontracker.org](http://www.carbontracker.org)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

O Carbon Tracker introduziu uma nova abordagem para avaliar riscos de mudanças climáticas comparando orçamentos de carbono com as reservas e a produção futura de empresas de petróleo, gás e mineração de carvão. A valorização das empresas no setor extrativista é baseado nos fluxos de receitas das reservas em exploração. Isso pressupõe um mercado consistente e um certo nível de preços para tornar a produção economicamente viável. Reinvestimento em novas reservas assume um mercado contínuo daqui para frente.

O valor das empresas de petróleo e gás é baseado na expectativa de que cada empresa manterá o retorno sobre capital empregado alcançado nos últimos anos. Isto será provavelmente cada vez mais difícil, considerando o aumento dos custos para desenvolver petróleo e gás não convencionais em ambientes mais difíceis. A análise mostrou que mais de 50% do valor das empresas de mineração ou de petróleo e gás reside no valor do fluxo de caixa a ser gerado do décimo primeiro ano em diante. O contexto para acessar, explorar e utilizar reservas será provavelmente muito diferente em dez anos.

### ANALISANDO FATORES ESG

Isto resultou em pesquisas do sell-side sobre as ações de grandes empresas extrativistas do Reino Unido, para avaliar o impacto da redução de emissões como sugerido no cenário de 450 partes por milhão da Agência Internacional de Energia. O estudo antecipou uma diminuição no consumo de carvão após 2020, o que resultou na redução dos lucros do setor de carvão em até 44%. A aplicação desta abordagem ao setor europeu de petróleo criou um cenário de demanda baixa, o que resultou na redução do preço de petróleo e colocou o valor do mercado em risco por 40-60%.

## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O Carbon Tracker Initiative demonstrou que os pressupostos subjacentes de modelos de avaliação baseados em desempenho histórico podem não ser válidos. Ao utilizar alternativas futuras para fundamentar a gama de receitas potenciais, os investidores podem entender o risco e as incertezas que as mudanças climáticas podem trazer para o desempenho.

## AJUSTANDO AS PREVISÕES DE LUCROS DO SETOR DE ENERGIA ELÉCTRICA NA EUROPA . ESTUDO DE CASO 9:

**Nome:** Cheuvreux, Crédit Agricole Group

**Autores:** Stéphane Voisin e Robert Walker

**Tipo de empresa:** Corretor (França)

**Data:** Fevereiro de 2012

**Fonte de informação:** Apresentação titulada 'Sustainability Research – Case Studies' (entrevista)

**Link:** [www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

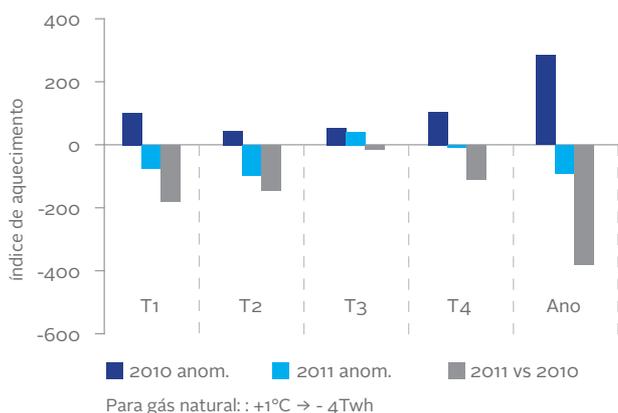
O setor de utilidade pública é muito vulnerável à questões ESG, tal como: legislação, padrões de mudanças climáticas e combustíveis fósseis finitos. A legislação europeia sobre usinas geradoras de energia demanda investimento e inovação dos fornecedores de energia elétrica. O Esquema do Comércio de Emissões (ETS) da União Europeia requer que as empresas de utilidade pública paguem pelo carbono que elas emitem. Na análise do setor de utilidade pública, a Cheuvreux investigou o impacto das mudanças climáticas na demanda por energia elétrica

### ANALISANDO FATORES ESG

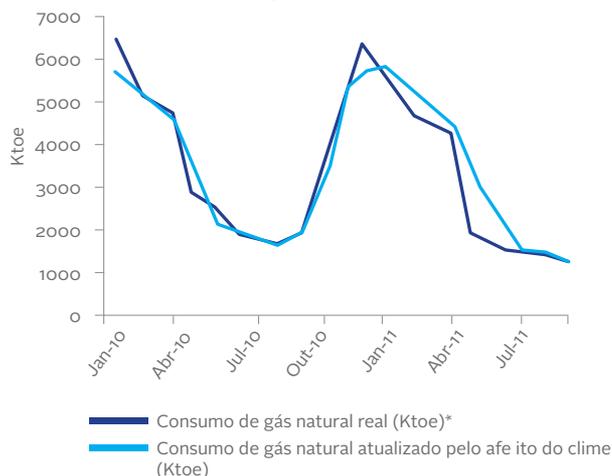
Para prever o lucro antes dos juros e impostos (EBIT) mais precisamente, a Cheuvreux aplicou probabilidades de clima à demanda de energia eléctrica, em termos de temperatura e precipitação.

As Figuras 10, 11, 12, e 13 demonstram os impactos econômicos dos indicadores climáticos e da precipitação.

Anomalias no índice de aquecimento por trimestre em 2010 e 2011 (França)

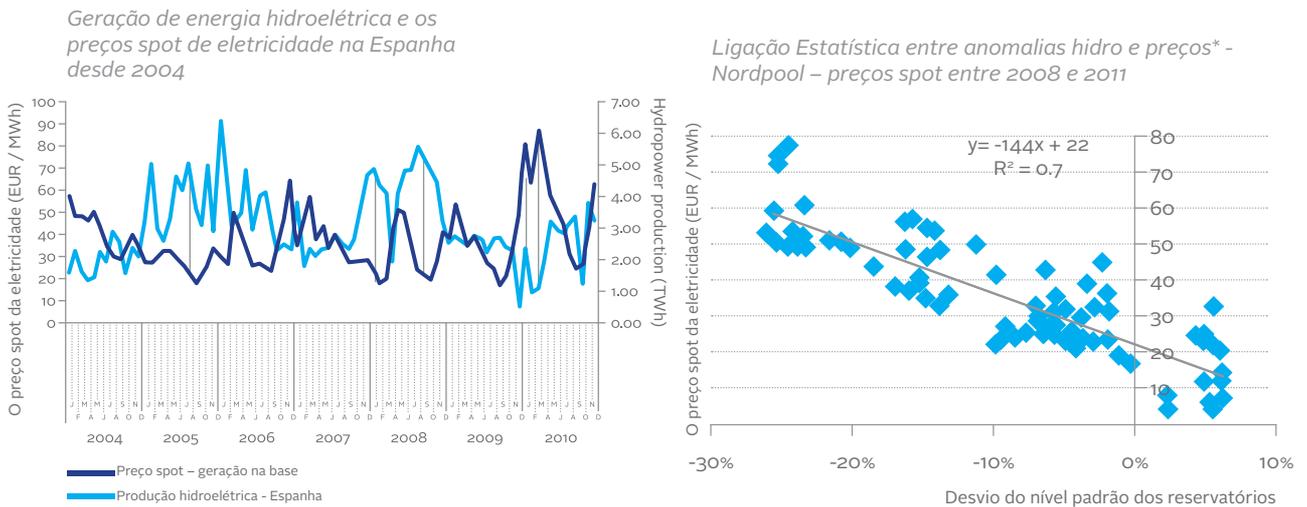


Consumo de gás natural na França - real e atualizado pelo efeito do clima



\* Kkilo-tonelada equivalente de petróleo

**Figura 11:** Desde precipitações até os impactos econômicos



Fonte: Cheuvreux, 2012

Cheuvreux utilizou esta demanda projetada para mais precisamente prever o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA).

**Figura 12:** Impacto das anomalias climáticas no LAJIDA da GDF Suez – Estimativas da Cheuvreux para o quarto trimestre de 2011

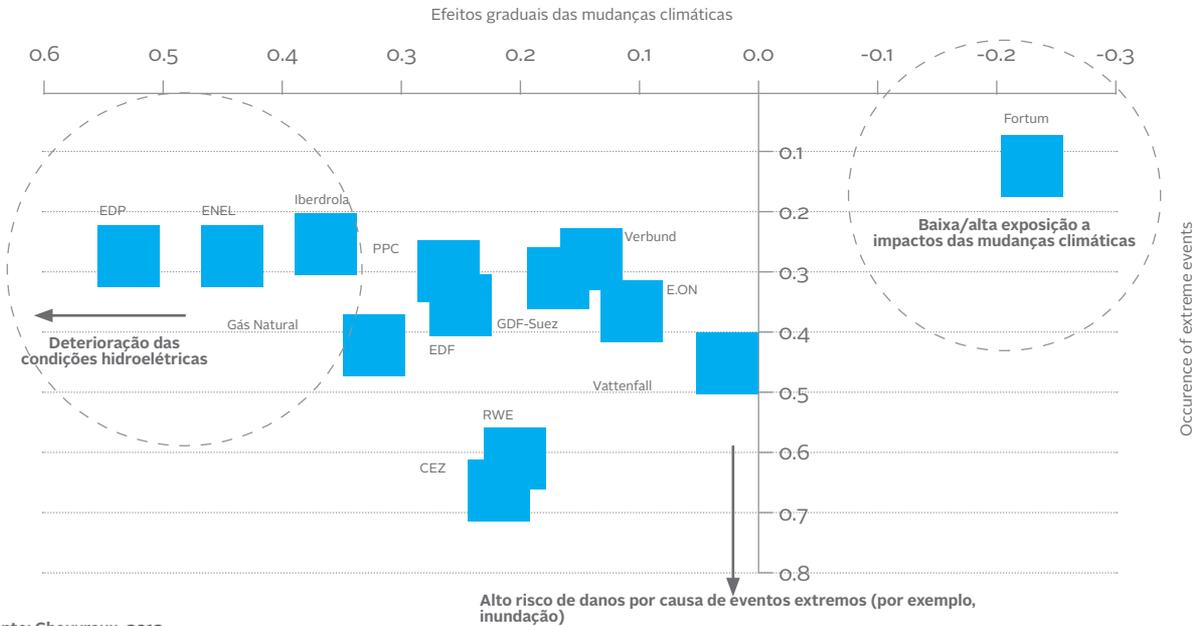
	S1 2011		T3 2011	T4 2011 E	AE 2011 E
	EUR mi	TWh	LAJIDA/TWh	EUR mi	EUR mi
Energia França	-305			-125	-430
-Vendas de gás	-160	-16.1	<b>10</b>	-80	-240
-Produção Hidroelétrica	-145	-3.2	<b>45</b>	-45	-190
Energia Europa	-50	-3.1	<b>16</b>	0	-50
Infraestruturas	-110	-18.2	<b>6</b>	-48	-158
<b>Impactos climáticos em mercados domésticos</b>	<b>-465</b>			<b>-173</b>	<b>-653</b>

Fonte: Cheuvreux, 2012

E para determinar o posicionamento na indústria com relação à exposição a eventos extremos e o efeito gradual das mudanças climáticas:

**Figura 13:** Exposição de longo prazo a mudanças climáticas

*Exposição da carteira europeia de geração de eletricidade aos efeitos das mudanças climáticas*



**PRINCIPAIS CONCLUSÕES**

A análise da Cheuvreux identificou riscos futuros específicos do setor e os quantificou de acordo com a exposição particular da empresa. Ela antecipou que as mudanças climáticas, em termos de temperatura e precipitação, teriam um impacto maior nos lucros antes dos juros e impostos (EBIT) do que teria o risco cambial.

O estudo forneceu um contexto para analisar a vantagem das empresas concorrentes e permitiu uma melhor compreensão da capacidade de lucros futuros e do valor presente. O risco operacional das empresas expostas aumentarão conforme o aumento do risco de eventos extremos, e o mercado aplicará um desconto gradual ou repentino em resposta a um evento.

**CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: VENDAS**

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- Qual é a capacidade da empresa para sustentar o crescimento do lucro?
- Como as tendências ESG podem impactar o mercado principal da empresa?
- Quais mudanças legislativas ou regulatórias podem ser

esperadas?

- Os mercados chaves da empresa são sustentáveis em relação ao uso e eliminação de recursos?
- Os mercados chaves da empresa são sustentáveis em relação às preferências do cliente e às tendências sociais?

O uso de lucros e fluxos de caixa na estimativa do valor justo é analisado na seção de **Ferramentas de Avaliação**.

## CUSTOS

### PORQUE INTEGRAR DENTRO DA ANÁLISE DE CUSTOS?

As questões ESG podem ter um impacto significativo nos custos dos insumos-chaves de uma empresa (matérias-primas, mão-de-obra, P&D etc.). Estes emergem em grande parte de riscos como restrições de recursos, outras questões da cadeia de suprimentos e concorrência por funcionários talentosos. A habilidade de gerenciar mão-de-obra, energia e outros insumos, e para alinhar incentivos financeiros com a estratégia e a maior eficiência de capital é refletida no custo do produto vendido, despesas operacionais e investimento em bens de capital (CAPEX)<sup>11</sup>. A eficiência operacional depende da licença social para operar, da redução ao mínimo dos riscos operacionais relacionados ao ambiente, da gestão dos custos crescentes e da antecipação da internalização de externalidades que podem gerar custos (orientado pela regulação).

### PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

Os fatores ESG estão sendo utilizados para analisar os custos de modo mais preciso, conforme a seguir:

#### Matérias Primas:

Os analistas consideram se o risco de escassez dos insumos principais e os riscos da cadeia de suprimentos estão sendo adequadamente administrados. A empresa possivelmente paga mais por produtos sustentáveis<sup>12</sup>, o que aumentará os custos imediatos, mas reduzirá os custos relacionados à troca de fornecedores ou restrições de suprimentos.

O acesso a materiais pode ser um determinante-chave dos lucros da empresa. Os analistas avaliam esse acesso a materiais analisando a solidez da relação com stakeholders, como, por exemplo: fornecedores, governo do país sede, comunidades locais e empregadores.

#### Mão-de-Obra

O aumento da escolaridade em países desenvolvidos e em desenvolvimento e o crescimento no setor de prestação de serviços requer que os funcionários sejam considerados um ativo significativo da empresa. O custo de mão-de-obra pode representar a maior parte dos custos operacionais e a

administração cautelosa deste recurso manterá uma vantagem competitiva. A remuneração pode continuar sendo o fator mais importante para aceitar uma oferta de trabalho, contudo, a reputação da empresa pode também ter influência sobre as decisões de potenciais funcionários. O perfil de uma empresa muitas vezes é composto por sua gestão da responsabilidade social e ambiental. Frequentemente, as empresas têm dificuldades para manter a vantagem competitiva se candidatos recém-formados talentosos optam por não trabalhar na organização.

A eficiência da mão-de-obra pode ser alcançada por meio de maior produtividade ou custos trabalhistas menores, ambos obtidos por meio de benefícios não monetários. Portanto, os analistas podem avaliar até que ponto a empresa utiliza benefícios não monetários para incentivar a mão-de-obra.

Os Analistas também estão estudando indicadores como a rotatividade de pessoal e comparando a porcentagem da margem bruta que corresponde ao custo de treinamento dos funcionários. A contextualização é importante, pois o treinamento de pessoal depende do modelo de negócios e da medida em que a tecnologia é utilizada.<sup>13</sup>

#### P&D

In many industries R&D drives a company's ability to exploit ESG trends. The review found analysts assessing R&D spend as a percentage of revenues or earnings in order to gauge commitment to R&D and technology differentiation.

#### Não-recorrente/excepcional

Os analistas estão utilizando a exposição a riscos de uma empresa, tais como riscos de litígio ou desastres climáticos para quantificar a ameaça de lucros futuros.

Os exemplos a seguir exploram como Cheuvreux, Macquarie Securities, Société Générale e Citi estão integrando fatores ESG na análise do custo.

11. West LB, Siemens: ESG Analysis of Sustainability Report, 30 July 2010

12. ClearBridge Investments, 2012, 'Paying more for sustainable resources may reduce margins in the short term, however benefits include higher quality products, reduced supply chain risks and reputation.' (publicação)

13. A contextualização é discutida mais profundamente na conclusão.

## ESTIMANDO CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE LINHAS DE TRANSMISSÃO E DISTRIBUIÇÃO. ESTUDO DE CASO 10:

**Nome:** Cheuvreux, Crédit Agricole Group

**Autores:** Stéphane Voisin e Robert Walker

**Tipo de empresa:** Corretor (França)

**Data:** Fevereiro de 2012

**Fonte de informação:** Apresentação intitulada 'Sustainability Research – Case Studies' (entrevista)

**Link:** [www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Para melhor entender o impacto do custo de eventos climáticos nas empresas de utilidade pública, a Cheuvreux avaliou a vulnerabilidade das redes elétricas europeias ao estrago por tempestades. A frequência variada dos temporais em diferentes regiões impacta diretamente os custos de manutenção das linhas de transmissão e distribuição (T&D). A exposição de cada empresa depende do cumprimento das linhas de T&D e se elas são subterrâneas ou estão na superfície.

### ANALISANDO FATORES ESG

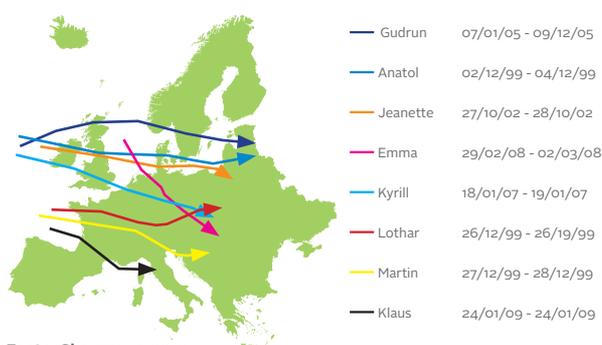
Analistas da Cheuvreux modelaram os quilômetros totais de linhas de T&D para cada empresa, com os custos históricos de manutenção e a trajetória e frequência das principais tempestades europeias. Esta análise é ilustrada nas Figuras 14, 15 e 16.

**Figura 14:** Vulnerabilidade das redes elétricas ao estrago por tempestade



Fonte: Cheuvreux, 2012

**Figura 15:** Trajetória das principais tempestades europeias entre 1998 e 2009



Fonte: Cheuvreux, 2012

**Figura 16:** Resultados da Pesquisa

- EDF entre as mais expostas
- (Último perda registrada foi de EUR 160 mi) com E.On (EUR95 mi)
- Para a EDF, a vulnerabilidade diminuiu desde as tempestades de 1999/2000 que custaram EUR 1,16 bi
- Plano de ação para enterrar 30,000 km (2%) de cabos de média tensão até 2016
- Cabos subterrâneos não estão à prova do clima
- Solução alternativa: seguro

Fonte: Cheuvreux, 2012

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A análise integrada da Cheuvreux quantificou fatores ESG e permitiu aos investidores entender a exposição de empresas específicas para os riscos maiores dos seus setores de atuação. O estudo forneceu uma base para discutir o conhecimento e a administração desses riscos principais com as empresas, o que permite tomar decisões de investimento mais informadas.

## ESTIMANDO CUSTOS COM A ROTATIVIDADE DE PESSOAL ESTUDO DE CASO 11:

**Nome:** Macquarie Securities

**Autor:** Aimee Kaye

**Tipo de empresa:** Corretor (Austrália)

**Data:** Março de 2012

**Fonte de informação:** Apresentação intitulada 'ESG Investment Trends: Determining materiality and driving integration – a focus on measuring and valuing the 'S' in ESG' (entrevista)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A Macquarie Securities ressaltou uma gama de indicadores para analisar a qualidade do pessoal e administração de uma empresa. Métricas como absentismo, horário flexível de trabalho, ações trabalhistas e registros de segurança podem levar a uma melhor compreensão do maior ativo de uma empresa, seus trabalhadores.

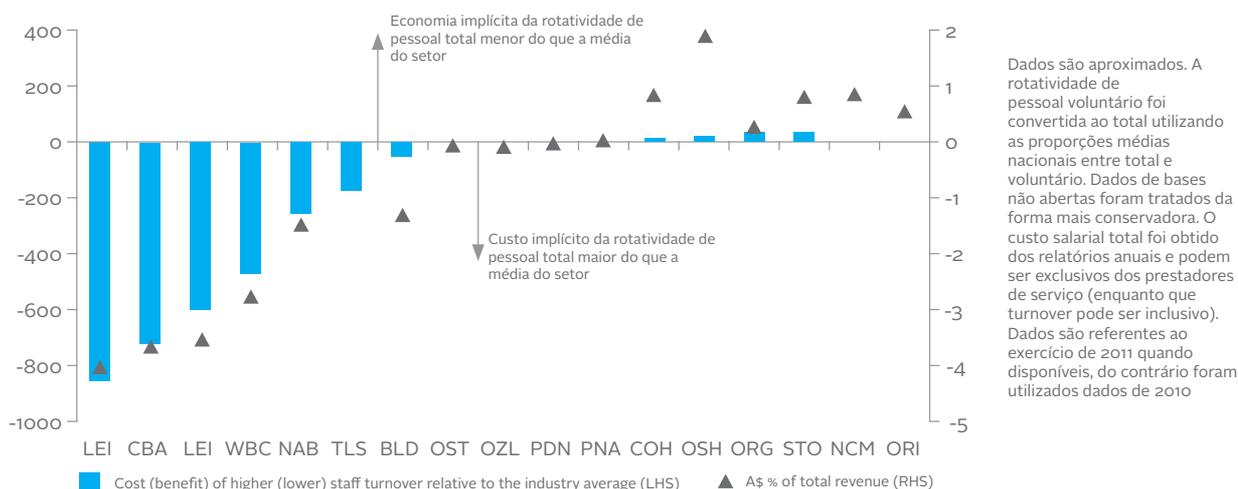
A rotatividade de pessoal (turnover) é um indicador útil, divulgada por 25% das cem melhores empresas no Australian Securities Exchange. A pesquisa de Macquarie Securities revelou uma diferença grande em desempenho entre setores.

Foram identificadas duas fontes de custos na rotatividade de pessoal - iniciais e implícitos. Custos iniciais, tal como o de procura de pessoal, de substituição temporária e de treinamento, são mensuráveis, enquanto os custos implícitos tal como a perda de produtividade e de negócios pode ser estimado.

### ANALISANDO FATORES ESG

A Macquarie Securities afirmou que via de regra o custo total (incluindo perda de produtividade) pela substituição de um funcionário equivale a 150% do seu salário anual.

**Figura 17:** O custo de rotatividade de pessoal, relativo à referência



**Fonte:** Macquarie Securities, 2012

Os pesquisadores utilizaram porcentagens de rotatividade de pessoal históricos e divulgaram custos salariais para prever o custo futuro do turnover.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O custo de rotatividade de pessoal estimado pela Macquarie Securities pode ser utilizados diretamente nas previsões

de custos e lucros, o que levou a avaliações mais precisas. Ainda mais importante, esses dados indicaram a qualidade da administração de recursos humanos, e, portanto, a capacidade da empresa atrair pessoal qualificado no futuro.

A Macquarie Securities espera que os custos futuros sirvam também como uma alerta para a empresa melhorar a sua gestão de pessoal, o que pode levar a uma melhoria nos lucros.

## ESTIMANDO O CUSTO DAS EMISSÕES DAS COMPANHIAS AÉREAS ESTUDO DE CASO 12:

**Nome:** Cheuvreux, Crédit Agricole Group

**Autores:** Loic Sabatier and Erwan Crehalet

**Tipo de empresa:** Corretor (França)

**Data:** Setembro de 2011

**Fonte de informação:** Airlines Sector Report (publicação)

**Link:** [www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

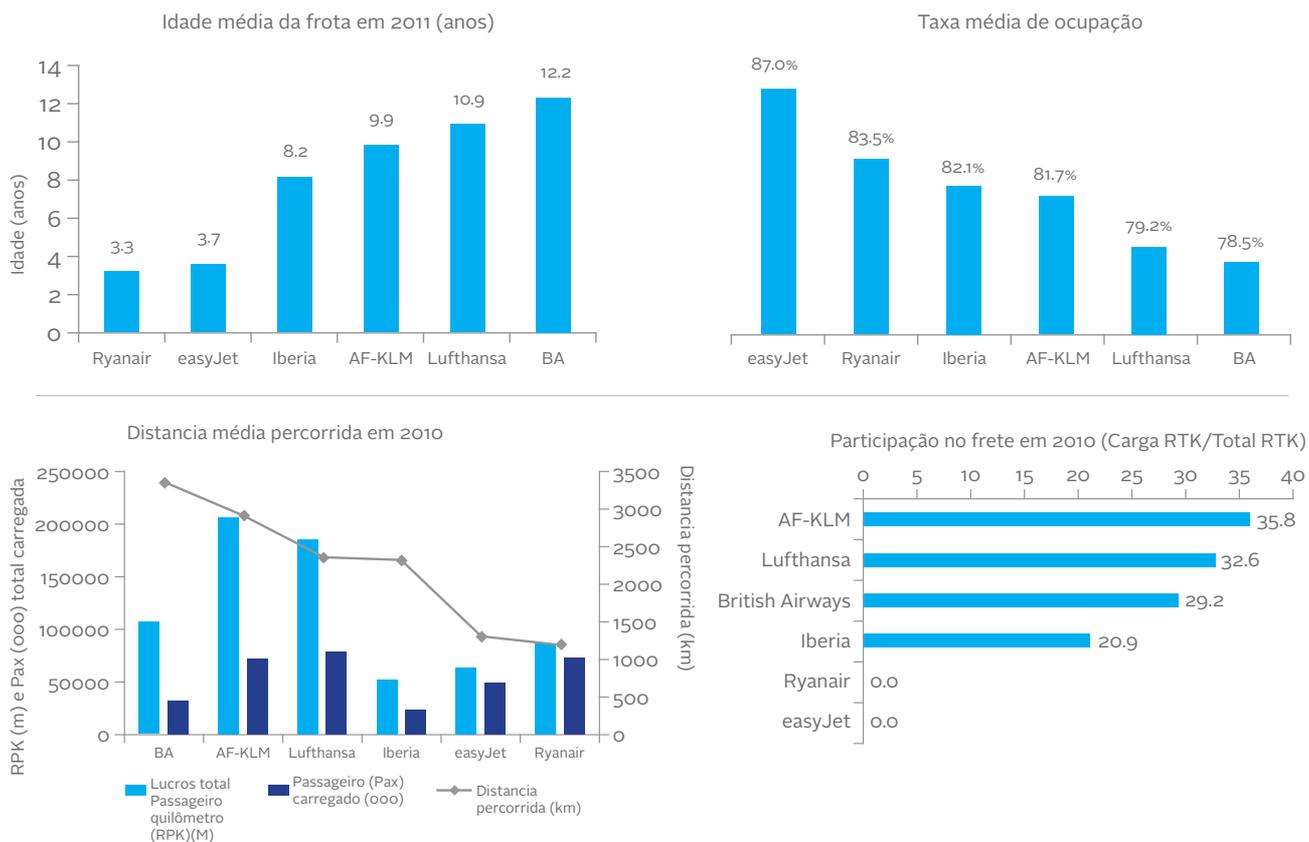
### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A inclusão das companhias aéreas no Regime de Comércio de Licenças de Emissão (RCLE-UE) foi a base do relatório do setor aéreo da Cheuvreux. A UE coloca um limite nas emissões de carbono em certos setores de alto consumo de carbono, e a conformidade com o regulamento pode resultar em custos para as empresas que são menos eficientes e em oportunidades para as empresas mais eficientes comercializarem as quotas não utilizadas dentro dos limites impostos no RCLE-UE.

### ANALISANDO FATORES ESG

A Cheuvreux avaliou o impacto da legislação frente aos orientadores de eficiência de combustível (idade da frota, taxa de ocupação, distância percorrida e participação no frete) e a adaptabilidade (estratégia de eficiência de combustível e poder de fixar preços).

**Figura 18 e 19:** Idade média da frota, taxa média de ocupação e distância média percorrida



Fonte: Cheuvreux, 2011

A Cheuvreux desenvolveu dois cenários na análise do impacto do RCLE-UE no setor aéreo:

- Cenário 1, em que a Comissão Europeia ganha e todos os voos de e para Europa são afetados;
- Cenário 2, onde não membros dos lobbies da UE ganham, e somente os voos entre destinos europeus são afetados.

Em cada caso, eles avaliaram o custo estimado de CO<sub>2</sub> para cada empresa aérea nos próximos dois anos.

Isso permitiu ao analista formar uma opinião sobre o impacto provável no EBITDAR<sup>14</sup> em cada cenário. O trabalho demonstrou que o custo de carbono varia num intervalo entre 1,1% a 5,5% do EBITDAR dependendo da empresa e do cenário.

## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Onde um mecanismo de preços direto existia ou estava sendo considerado, os analistas foram capazes de levar em consideração o impacto da legislação potencial sobre os preços, a capacidade relativa de cada empresa para repassar ou mitigar o aumento dos custos e o impacto resultante nos lucros. Frequentemente, a legislação gera resultados binários e, portanto, presta-se a análise de cenários que permitem aos investidores vislumbrar as claras implicações de cada um dos resultados.

---

14. Lucro antes dos juros, Imposto de Renda, depreciação, amortização e afretamento

# ESTIMANDO O CUSTO DOS LITÍGIOS PARA A INDÚSTRIA FARMACÊUTICA ESTUDO DE CASO 13:

**Nome:** Société Générale

**Autores:** Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley

**Tipo de empresa:** Corretor (Pan-Europeu)

**Data:** Setembro de 2011

**Fonte de informação:** Pharmaceuticals Marketing: Beware of Side Effects (publicação)

**Link:** <https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

## IDENTIFICANDO FATORES ESG

Para melhor modelar estimativas para o setor de farmacêuticos o Société Générale focou em custos históricos de litígio. Entre os riscos ESG diversos para o setor farmacêutico, litígios em escala global têm custado US\$ 15 bi desde 2007 (data-base 2011).

Os analistas em Société Générale consideraram práticas não éticas que estavam expondo as empresas a risco e quais produtos e países eram mais vulneráveis. Analisando a exposição e a administração da exposição às questões ESG, o Société Générale conseguiu identificar líderes setoriais.

## ANALISANDO FATORES ESG

O Société Générale calculou custos por litígios como uma porcentagem dos lucros antes dos juros e impostos (EBIT) de cada empresa de alta capitalização e depois plotou uma pontuação para a integridade da gestão operacional contra litígios e exposição ao risco de reputação.

**Figura 21:** Riscos de litígios e de reputação vs. pontuação da gestão operacional

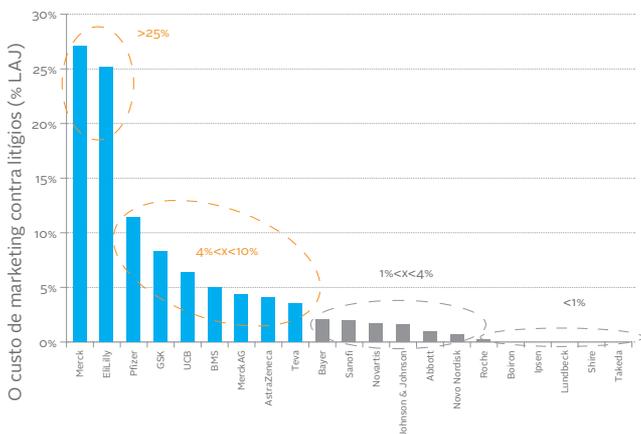
**Figura 20:** O % de EBIT que corresponde ao custo de marketing contra litígios



Source: Société Générale, 2011

## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A análise do Société Générale do risco setorial inerente permitiu a identificação das vulnerabilidades específicas da empresa aos litígios futuros. Essa exposição refletiu o conhecimento da empresa e da sua gestão de riscos de litígio. Além disso, também traz implicações mais abrangentes para como a empresa gerencia seus custos



Fonte: Société Générale, 2011

## CUSTOS DE CARBONO PARA MINEIROS AUSTRALIANOS ESTUDO DE CASO 14:

**Nome:** Citi

**Autor:** Elaine Prior

**Tipo de empresa:** Corretor (Austrália)

**Data:** Agosto de 2011

**Fonte de informação:** Apresentação titulada 'Australian Carbon Scheme Analysis' (entrevista)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

O Citi identificou o Esquema de Carbono da Austrália como um fator potencialmente material para as empresas listadas que emitem carbono. O custo antecipado para cada empresa depende dos detalhes do esquema, incluindo a alocação de licenças livres ou outras permissões.

### ANALISANDO FATORES ESG

A análise foi realizada enquanto os detalhes do esquema estavam sendo propostos, tendo sido posteriormente melhorados pelo governo australiano. O Citi analisou os detalhes do esquema planejado e modelou as previsões dos preços de carbono. Para alguns setores os custos de carbono foram transferidos para os clientes. O impacto potencial no valor para o acionista foi geralmente pequeno para a maioria

dos setores, por conta das permissões concedidas, tal como licenças sem custos ou outras formas de compensação.

Cada setor foi estudado individualmente, aplicando os detalhes do esquema relevantes à área. Empresas com utilização intensiva da energia (Energy Intensive Trade Exposed – EITE) foram identificadas como possivelmente vulneráveis ao esquema e foram analisadas mais detalhadamente.

Mineiros de carvão geralmente não aceitariam licenças sem custos de carvão, mesmo que algumas minas com altas emissões tenham recebido alguma assistência. A análise de empresas no setor de energia elétrica incluiu considerações sobre como os custos mudam com o preço de carbono, o impacto de assistência setorial, e como os lucros mudariam com ajustes no preço de energia elétrica.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Este análise permitiu aos analistas do Citi incluírem o impacto do esquema de carbono nos seus modelos de empresa de setores relevantes, entrando nas linhas de receitas ou gastos. Afetam, portanto, as estimativas de fluxo de caixa e de lucro.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: CUSTOS

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- Existem riscos de aumento no preço de insumos?
    - Matérias primas são escassas?
    - As operações exigem um consumo elevado de energia?
    - Os funcionários estão suficientemente motivados?
  - A empresa tem conhecimento desses riscos?
  - As previsões de custos levam estes riscos em conta?
  - O que a empresa está fazendo para mitigar riscos ESG?
- A empresa divulga informações sobre esses riscos?
  - Qual é a capacidade da empresa para sustentar ou melhorar a sua eficiência operacional?
    - As margens operacionais estão melhorando em comparação à concorrência?
    - Como está sendo alcançada a melhoria: investimentos em tecnologia, eficiência de energia e recursos, novos programas de incentivos, economias de escala?
    - Isto é sustentável? O que está fazendo a administração para assegurar a eficiência no longo prazo?

## DOCUMENTOS CONTÁBEIS: BALANÇO

O balanço de uma empresa oferece um retrato da saúde da organização ao fim de um período, em relação aos ativos, passivos e patrimônio dos acionistas. A revisão dos materiais sugere que a análise integrada permite conhecer melhor o balanço

### ATIVOS

#### PORQUE INTEGRAR DENTRO DA ANÁLISE DE ATIVOS?

Alguns ativos do balanço são facilmente mensurados e auditados, enquanto outros, tal como ativos intangíveis, são mais difícil de avaliar. A análise ESG pode proporcionar um maior grau de certeza com relação ao valor justo de alguns ativos. Por exemplo, o impacto que padrões de eficiência energética têm sobre os valores de propriedades e o efeito que mudanças nas percepções dos clientes, ou da legislação, relacionadas à sustentabilidade têm sobre o valor de realização dos estoques<sup>15</sup>.

A capacidade do mercado para avaliar ativos intangíveis com precisão é um questão frequentemente discutida<sup>16</sup>. O desempenho ESG é mais útil na análise de ativos intangíveis, tais como a capacidade de inovação, a lealdade dos funcionários e a marca da empresa. Estas fontes de capital<sup>17</sup>

podem ser determinantes para o valor das ações na bolsa ou em operações de fusão e aquisição. A marca e a reputação podem ser muito importantes para definir a vantagem competitiva da empresa com relação à atração e retenção de clientes, funcionários e fornecedores. Os analistas precisam determinar o que está direcionando a marca e como a empresa está investindo na sua reputação.

O desempenho ESG, que inclui engajamento dos funcionários, eficiência ambiental e investimento comunitário, pode indicar o comprometimento da empresa na sua reputação, marca e capital humano. A análise integrada pode esclarecer qual a qualidade destes ativos intangíveis.

#### PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

O primeiro estudo de caso da RobecoSAM oferece detalhes da razão pela qual a gestão do capital humano é importante para o valor das ações listadas. Os dois estudos de caso do West LB que seguem, explicam como o desempenho ESG está sendo utilizado para analisar a capacidade de inovação e o risco de reputação.

## CAPITAL DE DESENVOLVIMENTO HUMANO E VALOR INTANGÍVEL ESTUDO DE CASO 15:

**Nome:** RobecoSAM / Universidade RSM Erasmus

**Tipo de empresa:** Gestor de ativos (Suíça)

**Fonte de informação:** Human Capital Management and Financial Markets (publicação)

**Autores:** Jeroen Derwall, Nadja Guenster, Kees Koedijk

**Data:** Setembro de 2006

#### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Este estudo colaborativo analisou a correlação entre a gestão de capital humano (GCH) de uma empresa e a diferença entre o valor de mercado e ativos intangíveis. A GCH pode resultar em uma vantagem competitiva ao desenvolver o capital humano, de modo que este capital tenha valor para a empresa e não para a concorrência. O capital humano está tornando-se um ponto prioritário para as organizações modernas, mas muitos gestores e investidores não tem conhecimento do valor econômico da GCH.

#### ANALISANDO FATORES ESG

Este estudo utilizou uma base de dados do RobecoSAM sobre o desempenho da GCH, usando 35 pontos de dados para quatro categorias de GCH: desenvolvimento do capital humano; aprendizagem organizacional; indicadores de práticas de mão-de-obra e atração e retenção de talentos. A pesquisa procurou responder as seguintes perguntas:

- As práticas de GCH melhoram a rentabilidade (retorno nos ativos [ROA])?

- O valor do investimento corporativo nos sistemas de GCH é relevante (q de Tobin<sup>18</sup>)?
- O valor da GCH é entendido pelos mercados financeiros (habilidade para prever os retornos das ações)?

Os resultados do estudo indicaram que 'um sistema de desenvolvimento do capital humano (incluindo a combinação da administração de diferenças em competências, treinamento e avaliação dos funcionários e controle formal da eficiência da GCH) é positivamente relacionado com o q de Tobin e ROA.' Para os outros três indicadores os resultados foram inconclusivos.

#### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A análise encontrou que variações na classificação de desenvolvimento do capital humano podem aumentar o q de Tobin de 11% a 33% e a rentabilidade de 2% a 4%. A RobecoSAM utilizou uma gama de métricas para analisar o desenvolvimento intangível do capital humano nas suas estimativas de valor justo..

15. Maiores informações sobre capital de giro na parte de fluxo de caixa deste documento.

16. Edmans, A, 'Does the Stock market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices', Wharton School, Universidade de Pennsylvania, Journal of Financial Economics, 20 janeiro 2010, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=985735](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985735)

17. The Sigma Guidelines – Toolkit: Sustainability Accounting Guide, The Sigma Project, [http://nbis.org/nbisresources/accounting\\_and\\_green\\_banking/signa\\_sustainability\\_accounting.pdf](http://nbis.org/nbisresources/accounting_and_green_banking/signa_sustainability_accounting.pdf)

18. O q de Tobin é o valor de mercado da empresa dividida pelo valor de substituição dos ativos intangíveis da empresa.

## INOVAÇÃO COMO UM ORIENTADOR DO CRESCIMENTO DAS RECEITAS ESTUDO DE CASO 16:

**Nome:** WEST LB

**Autores:** Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

**Tipo de empresa:** Corretor (Alemanha)

**Data:** Julho de 2010

**Fonte de informação:** Siemens: ESG-related analysis of sustainability report: The link to competitive advantages (publicação)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Na análise da Siemens os analistas da West LB criaram um modelo titulado 'desembaraçando o estudo de caso para sustentabilidade – as cinco camadas de complexidade' onde eles utilizaram um processo de cinco etapas para ligar sustentabilidade à estratégia competitiva e à avaliação.

As cinco etapas eram:

- Mecanismos de portos seguros
- Excelência operacional
- Égide do produto
- Atingir demanda não atendida
- Inovação

O West LB julgou a inovação como a camada mais moderna e avançada da análise, procurando identificar as tecnologias disruptivas que poderiam ser utilizada pela empresa ou sua concorrência. A inovação pode direcionar o crescimento das receitas e a eficiência operacional da empresa. Surge em resposta às mudanças no mercado e à escassez de recursos, como um comprometimento à estratégia de longo prazo e uma cultura de negócios.

### ANALISANDO FATORES ESG

O West LB avaliou a capacidade de inovar de uma empresa utilizando tanto dados quantitativos como qualitativos. Os analistas perguntaram as seguintes questões:

- Qual é a porcentagem de gastos P&D?
- Qual é a estratégia para desenvolver produtos? Qual é a porcentagem de vendas que corresponde a novos produtos? Os analistas modelaram os dados de volume de produtos para obter visibilidade de crescimento de receitas futuras.
- Quais são as aplicações de patentes pendentes? Existe uma equipe de capital de risco dentro da empresa?
- Quais são as estruturas organizacionais e de incentivos?
- Quão abrangente são as pesquisas dos stakeholders?

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O West LB combinou a análise do desempenho de pessoal e administração de stakeholders da empresa com indicadores mais tradicionais, tais como gastos com P&D, para avaliar a capacidade de inovar da organização. Esta análise integrada permitiu detectar o conhecimento da empresa sobre qual novo negócio será demandado em 3 a 5 anos e o seu comprometimento em manter e ampliar a capacidade para inovar.

## ESTRUTURA DE NEGÓCIO ÉTICA E GESTÃO DA MARCA ESTUDO DE CASO 17:

**Nome:** WEST LB

**Autores:** Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

**Tipo de empresa:** Corretor (Alemanha)

**Data:** Julho de 2010

**Fonte de informação:** Siemens: ESG-related analysis of sustainability report: The link to competitive advantages (publicação)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

O West LB identificou o risco de reputação como um determinante chave dos riscos relacionados aos investimentos em renda variável. Embora uma estrutura de negócios ética tenha importância em termos de engajamento de funcionários e governança corporativa eficiente, ela também é chave para a reputação da empresa e para os preços das suas ações, na medida em que a influência da mídia global fica mais abrangente.

### ANALISANDO FATORES ESG

Dentro das 'cinco camadas de complexidade' do West LB, duas focam em riscos de reputação:

- 'Mecanismos de portos seguros': identificou estruturas formais e procedimentos para assegurar uma conduta

de acordo com o negócio ético. Isso mitiga os riscos de relações públicas e de não estar apto a participar de processos licitatórios.

- 'Égide do produto': monitora a administração ativa e regular da cadeia de suprimentos que pode afetar a reputação e o apelo da marca. Uma marca forte sustenta o preço.

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O West LB utilizou a análise integrada para melhor entender riscos de reputação e operacionais. Riscos de reputação impactam o desempenho da empresa em vários níveis, incluindo o custo de retificar desastres de relações públicas, o estrago de longo prazo nas vendas e o impacto no preço da ação. Os analistas precisam detectar e monitorar o que a empresa conhece e se ela está administrando estes riscos apropriadamente.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: CUSTOS

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

- What are the environmental provisions and are they? Quais são as provisões ambientais? As provisões são suficientes quando comparadas com os custos históricos da empresa e com as do seus concorrentes?
- As notas do balanço reconhecem riscos ambientais relacionados aos ativos físicos?
- As notas do balanço (ou a Discussão da Administração e Análise) mencionam riscos ESG para a reputação?
- Qual é o histórico de litígio da empresa?
- Qual porcentagem de ativos totais são intangíveis? Até que ponto a reputação, marca, capital humano, qualidade da administração e propriedade intelectual fazem parte dos ativos intangíveis?
- Quão forte é a marca da empresa?
  - Qual é o nível de satisfação do cliente e a lealdade?
  - A empresa tem poder de fixar preços?

- Como são incentivados os funcionários e qual é o grau de engajamento e lealdade dos funcionários?
  - Que nível de autonomia tem os funcionários?
  - A empresa tem uma estrutura plana ou hierárquica?
  - Como a empresa está recrutando candidatos recém-formados com talento?
- Qual é a estrutura (comitês relevantes) e diversidade do conselho executivo?
- Quão dinâmica e comprometida é a administração executiva?
- Os ativos de pensão estão sendo administrados por pessoas com conhecimento de questões ESG?

A importância dos valores dos ativos e as relações entre os ativos variam de setor para setor, enquanto os modelos das empresas têm se aproximado da propriedade intelectual em vez de ativos físicos como geradores de receitas. Estas dinâmicas de empresas não são refletidas apropriadamente em técnicas de avaliação, que continuam a depender de informações que podem ser quantificadas facilmente. Por essa razão, a governança corporativa, a administração de relações com clientes e de inovação são benefícios do negócio que são frequentemente analisados no contexto do desempenho ESG, haja vista serem intangíveis.

## PASSIVOS

Os exemplos de análise integrada de passivos estão em sua maioria incluídos na seção de análise de custos. Contudo as seguintes questões surgiram, particularmente com relação à política de alavancagem da empresa, o que frequentemente pode indicar a qualidade da sua governança e administração:

- Os passivos são de longo ou curto prazo? A capacidade de negociar dívidas de longo prazo pode sinalizar a confiança dos credores na empresa.
- Quão eficiente é a gestão do capital de giro?
- Quão confiável são as relações com os fornecedores e os clientes?
- Qual é a magnitude dos passivos off-balance sheet?
- A alavancagem excessiva está afetando a confiança e aumentando o custo do capital próprio?
- Os indicadores de conforto dos credores (covenants) especificam aspectos da gestão de riscos ESG?

## DOCUMENTOS CONTÁBEIS: FLUXO DE CAIXA

Os ajustes nas vendas, lucros e custos nas seções prévias impactam diretamente o fluxo de caixa. Para trazer uma abordagem mais profunda nesta seção do documento, refletimos sobre como as questões ESG podem impactar o fluxo de caixa por meio de despesas operacionais, gestão do capital de giro, manutenção de ativos e custo de capital.

### CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: FLUXO DE CAIXA

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

#### Fluxo de caixa das operações (FCO)

- **Qualidade do Lucro:** Se o FCO é significativamente menor que o lucro líquido, a demonstração do resultado pode ter sido manipulada para melhorar os resultados como lucros antes dos juros e impostos (EBIT) e crescimento do lucro líquido. A qualidade dos lucros e a transparência pode indicar uma conduta ética e eficiente nos negócios.
- Custos operacionais estão sendo reduzidos por meio de investimentos em tecnologias mais eficientes em termos de recursos?

#### Fluxo de caixa de investimentos (CFI)

- O CAPEX está cobrindo a depreciação de ativos?
- O investimento nas operações e eficiência dos recursos hoje reduzirá a necessidade de investimentos no futuro e portanto aumentará o fluxo de caixa livre?

- A due diligence feita em alvos de aquisição leva em consideração os riscos ESG de longo prazo? Existe risco de que uma due diligence de questões ESG inadequada resulte em passivos ambientais maiores do que o esperado após aquisição?

#### Fluxo de caixa de financiamentos (CFF)

- Dívidas de longo prazo favoráveis indicam uma relação boa com os credores. Quais são os custos de empréstimo disponíveis<sup>19</sup>? A empresa é qualificada para uma taxa menor se ela melhorasse a administração de riscos ESG, especificamente no caso de *project finance*<sup>20</sup>?
- Um estudo recente do Deutsche Bank encontrou uma correlação negativa entre 'comprometimento corporativo forte com questões ESG' e o custo de capital. O artigo analisa 19 estudos acadêmicos que encontraram correlações entre desempenho de E, S e G e vários indicadores, tais como: o custo da dívida, o custo do capital próprio, a cobertura por analistas, investimento institucional, e a divulgação de previsões. Todos os estudos revisados indicaram que o desempenho ESG leva a um custo de capital menor e mais acesso a financiamento<sup>21</sup>. Um custo de capital menor também leva a aprovação de mais projetos de CAPEX o que pode resultar no crescimento dos lucros.

19. Tratamento dos juros pagos como fluxo de caixa de financiamentos.

20. Consulte <http://www.equator-principles.com/> para maiores informações sobre project financing sustentável.

21. Deutsche Bank, Sustainable Investing, 2012. [https://www.dbadvisors.com/content/\\_media/Sustainable\\_Investing\\_2012.pdf](https://www.dbadvisors.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf)

# FERRAMENTAS DE AVALIAÇÃO



## PORQUE INTEGRAR DENTRO DAS FERRAMENTAS DE AVALIAÇÃO?

Investidores procuram saber porque o mercado atribui, em alguns casos excessivamente, mais ou menos valor para uma ação quando comparado ao seu valor contábil (book value). Enquanto oportunidades de lucros de ESG e riscos tendem a se manifestar no médio ou longo prazo, o sentimento de mercado e catalisadores dos preços de ações podem impactar no curto prazo. Desastres ambientais e de reputação tem resultado em grandes quedas nos preços das ações, e o crescimento contínuo da mídia global e uma maior necessidade de prestação de contas (accountability corporativa) amplifica esses riscos para investidores em renda variável.

A análise integrada busca refletir esses riscos de mercado ajustando as ferramentas de avaliação. Por exemplo, a análise dos riscos relacionados com governança corporativa fraca pode ser refletida numa taxa de desconto maior e um preço-alvo menor<sup>22</sup>. Ao contrário, melhorias nas práticas de governança corporativa podem resultar numa revisão da classificação da empresa<sup>23</sup>.

Notamos que o uso de variáveis regulares e contínuas nos modelos financeiros torna difícil integrar riscos de baixa frequência mas que tem alto impacto. A baixa probabilidade, mas alto custo de alguns riscos, diminui a utilidade de previsões de probabilidades ponderadas e amplia cenários de preços.

## PRÁTICAS DE INTEGRAÇÃO ATUAIS

Para integrar as questões ESG, os analistas estão utilizando ferramentas de avaliação absolutas mais frequentemente do que as relativas, tal como: cálculos de fluxo de caixa descontado (DCF) e valor econômico adicionado (EVA). Isso pode refletir uma incompatibilidade entre os índices Preço/Lucro usando

prazos curtos de um, dois ou três anos, e prazos médios e longos, nos quais algumas influências ambientais, sociais e de governança manifestam-se.

Muitos analistas também acham mais rápido integrar a análise ESG ajustando taxas de desconto em vez de previsões subjacentes, particularmente quando se analisa conglomerados<sup>24</sup>. Alguns julgam que o método da taxa de desconto é menos preciso, considerando-se que os lucros e custos relacionados a ESG podem ocorrer por conta do momento de adoção de uma nova regulamentação, por exemplo.

Contudo outros acham que o método da taxa de desconto é uma alternativa mais dinâmica (e potencialmente mais holística) para ajustar previsões para vários contas contábeis<sup>25</sup>.

Embora custos conhecidos e mais previsíveis, como o custo de carbono ou de litígio, possam ser integrados nas projeções de lucros; riscos imensuráveis, como a administração da qualidade ou a falta de motivação dos funcionários, podem ser melhor refletidos nas taxas de desconto.

Durante as entrevistas, discutimos a questão da contagem dupla, que é a integração dos fatores ESG no fluxo de caixa e na taxa de desconto. Em alguns casos, é apropriado usar ambas abordagens, integrando orientadores ESG na avaliação da empresa.

Os seguintes estudos de caso demonstram como analistas estão:

- integrando questões ESG dentro do modelo de lucro econômico;
- indiretamente ajustando a taxa de desconto por meio de ajustes ao beta ou ao prêmio de risco da ação (ERP);
- diretamente ajustando a taxa de desconto.

22. A taxa de desconto utilizada numa avaliação DCF é o Custo de Capital Médio Ponderado (WACC) ou o custo da participação societária  $WACC = (\% \text{ dívida} \times \text{custo da dívida}) + (\% \text{ participação societária} \times \text{custo da participação societária})$ . Custo da participação societária = taxa livre de risco + (beta da empresa x prêmio de risco da ação).

23. Apresentação por Macquarie Securities, 2012 'In times of heightened risk aversion when low risk strategies work best, companies with the strongest governance are the ones that outperform.'

24. Apresentação sobre Siemens por Dr Hendrik Garz (West LB), 2012.

25. Uma discussão gravada sobre esse tópico pode ser encontrada na Extranet do Signatário do PRI, Integração ESG: 4 estudos de caso em 40 minutos, PRI in Person, 28 de junho de 2012

## AJUSTANDO O VALOR ECONÔMICO AGREGADO ESTUDO DE CASO 18:

**Nome:** RobecoSAM

**Data:** Maio de 2012

**Fonte de informação:** Apresentação intitulada 'ESG Integration in Practice' (entrevista)

**Link:** <http://www.robecosam.com/en/professionals/strategies-services/sustainability-services/index.jsp>

**Autores:** Cécile Churet and Mark Glazener

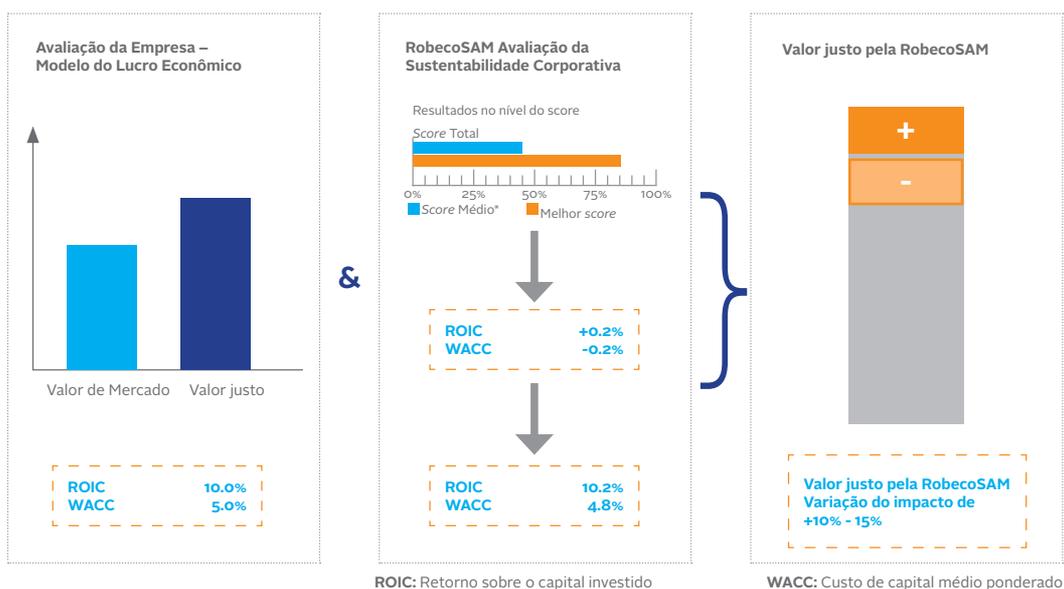
### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A Avaliação da Sustentabilidade Corporativa da RobecoSAM coleta dados ESG setoriais específicos de 2.500 empresas. Essa avaliação serve como base para os Índices de Sustentabilidade do Dow Jones. Os analistas ajustam diretamente as previsões do custo de capital médio ponderado (WACC) e do retorno sobre o capital investido (ROIC) de acordo com a Avaliação da Sustentabilidade Corporativa da RobecoSAM para chegar no valor justo do lucro econômico.

### ANALISANDO FATORES ESG

Líderes de sustentabilidade demonstram uma capacidade maior para administrar riscos e portanto disfrutam as vantagens de um WACC menor. Da mesma forma, as vantagens competitivas que resultam de um melhor posicionamento nas questões de sustentabilidade podem levar a mais eficiência operacional e ter um impacto positivo nos fluxos de caixa livre (FCF) da empresa e em seu retorno sobre o capital investido (ROIC). Portanto, o ROIC e WACC, os principais componentes do modelo do lucro econômico, são ajustados para refletir o desempenho de sustentabilidade da empresa<sup>26</sup>.

**Figura 22:** Avaliação de Sustentabilidade da RobecoSAM



Fonte: RobecoSAM, 2012

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O modelo de lucro econômico da RobecoSAM demonstrou a integração do desempenho de sustentabilidade tanto no WACC como no ROIC. Ambos podem ser impactados por fatores ESG. A reflexão desses fatores no processo de avaliação possibilitou a identificação da criação de valor para o acionista no longo prazo, se a empresa estiver investindo para manter a sua vantagem competitiva. O impacto da integração no valor justo variou de +10% a -15%.

26. RobecoSAM, 'How to integrate sustainability factors into financial valuations', 15th September 2010

## AJUSTANDO O BETA ESTUDO DE CASO 19:

**Nome:** West LB

**Autores:** Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

**Tipo de empresa:** Corretor (Alemanha)

**Data:** Julho de 2010

**Fonte de informação:** 'Siemens: ESG-related analysis of sustainability report: The link to competitive advantage' (publicação)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

O West LB focou em derivar um beta fundamental do seu modelo de sustentabilidade de cinco camadas (mecanismos de portos seguros, excelência operacional, égide do produto, atingir demanda não atendida e inovação)<sup>27</sup>.

Para analisar cada camada, o WestLB desenvolveu uma lista do desempenho ESG para os analistas, ao invés de usar um modelo específico que pode ser restritivo. Os próprios analistas fazem os ajustes de acordo com os níveis de estresse das cinco camadas e conforme com a empresa e o setor em questão<sup>28</sup>.

### ANALISANDO FATORES ESG

O desempenho nas cinco camadas foi utilizado para ajustar o beta da empresa para que este refletisse o que o WestLB

considerou ser uma indicação de vantagens competitivas no futuro. Essa abordagem foi tema de pesquisa acadêmica que procurou construir betas de sustentabilidade de acordo com riscos ESG inerentes ao mercado, setor ou empresa.

Por exemplo:

---

*Beta de sustentabilidade = beta do mercado x beta do setor x beta da qualidade da administração<sup>29</sup>*

---

### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Esta abordagem de múltiplos fatores permitiu que vários riscos ESG fossem estimados e refletidos em um único dado. Utilizar o beta de sustentabilidade (formado por vários fatores) para ajustar a taxa de desconto pode resultar numa estimativa de valor mais detalhada e correta.

27. Consulte a seção sobre o balanço neste documento para maiores detalhes sobre o modelo de sustentabilidade do WestLB.

28. West LB, Siemens: ESG Analysis of Sustainability Report, 30 July 2010

29. Valery Lucas-Leclain and Sarbjit Nahal, 'Sustainability Analysis', Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance, Krosinsky and Robins, 2008

## AJUSTANDO O PRÊMIO DE RISCO DA AÇÃO ESTUDO DE CASO 20:

**Nome:** Macquarie Securities

**Autor:** Aimee Kaye

**Tipo de empresa:** Corretor (Áustria)

**Data:** março 2012

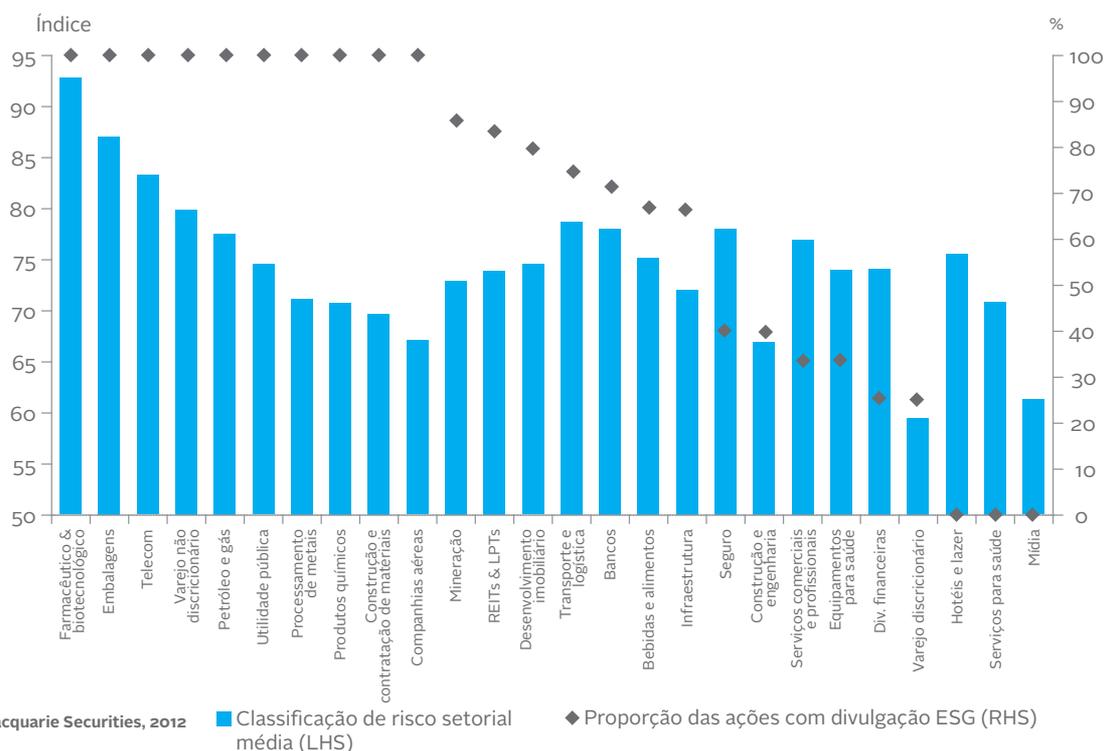
**Fonte de informação:** Apresentação intitulada 'ESG Investment Trends: Determining materiality and driving integration – a focus on measuring and valuing the 'S' in ESG' (entrevista)

### IDENTIFICANDO FATORES ESG

Os analistas da Macquarie Securities ajustam o ERP para refletir níveis de divulgação ESG e descobrem que a divulgação detalhada gera um maior grau de confiança sobre

o desempenho e a administração das questões ESG. Se a empresa não está anunciando o seu desempenho ESG, o ERP ajustado reflete essa incerteza. Frequentemente empresas têm um desempenho bom mas não divulgam detalhes suficientes e o risco de não-divulgação persiste.

**Figura 23:** Divulgação ESG versus desempenho do setor



### PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A Macquarie Securities identificou que a divulgação empresarial sobre desempenho ESG é um indicador confiável da boa administração. Tanto previsões de ERP como de beta são estimativas, que fornecem um ponto de entrada para a Macquarie Securities integrar fatores de risco ESG dentro do processo de avaliação e, portanto, prever com maior precisão o desempenho do preço da ação.

## AJUSTANDO DIRETAMENTE A TAXA DE DECSONTO: RISCOS ESG E AVALIAÇÃO DE MINERADORAS. ESTUDO DE CASO 21:

**Nome:** Citi

**Autor:** Heath Jansen

**Tipo de empresa:** Corretor (US)

**Data:** Março de 2006

**Fonte de informação:** 'Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff?' (publicação)

**Link:** [www.citivelocity.com](http://www.citivelocity.com)

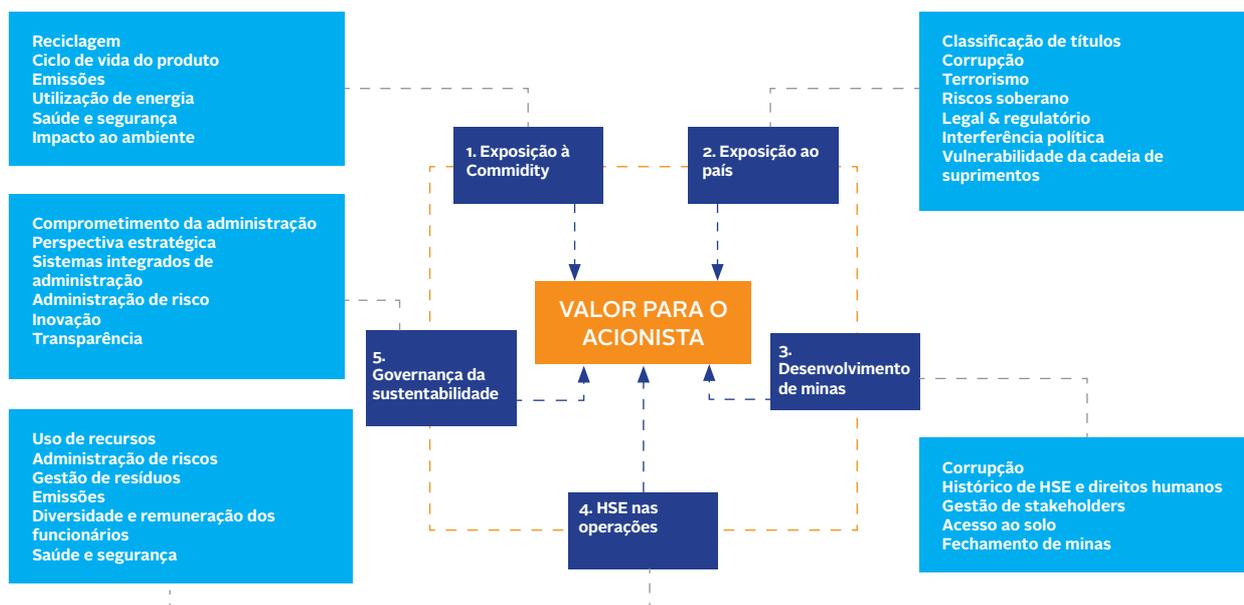
### IDENTIFICANDO FATORES ESG

A pesquisa do Citi encontrou que previsões estavam colocando preços errados nos riscos de mineração. O estudo descobriu que riscos dependiam da empresa e não do país

*"O consenso é que a mineração é menos arriscada em países onde os sistemas políticos são estáveis e transparentes. Neste aspecto, a mineração tem sido considerada como qualquer outro negócio ou atividade de investimento, e, como tal, a comunidade financeira baseia-se em mercados de títulos como o principal indicador de risco e direcionador de avaliações. Nossa análise sugere que o risco é mais relacionados à empresa do que ao país."<sup>30</sup>*

O Citi utilizou um modelo de cinco forças para construir o seu "Índice de mineração sustentável do Citi".

**Figura 24:** As cinco forças de desenvolvimento sustentável do Citi



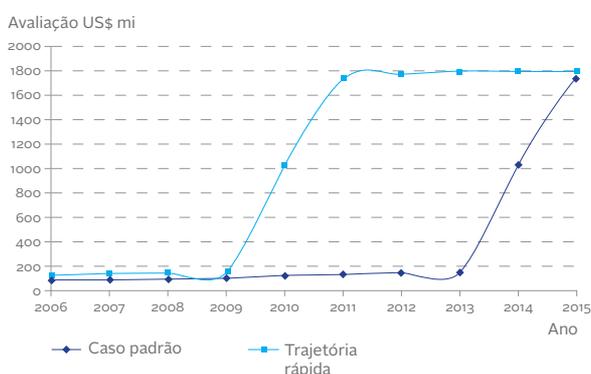
Fonte: Citigroup Investment Research

30. Heath Jansen, Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? 14 March 2006

Por exemplo, desenvolvimento de minas é fundamental para a capacidade de ter lucros no futuro e para a avaliação de empresas mineradoras. O Citi identificou que a habilidade de administrar riscos sociais e políticos é um fator igualmente importante quando comparado à capacidade de gerenciar projetos e à especialidade técnica no desenvolvimento de minas da empresa.

O Citi estimou o aumento de valor que decorre dos prazos de entrega mais curtos, como pode ser visto na gráfico a seguir:

**Figura 25: Adiantamento da capacidade**



Fonte: Citi Investment Research

Reconhecendo que a consideração de questões ESG no processo de alocação de capital pode reduzir significativamente o prazo para desenvolver minas, o Citi avaliou esses fatores ao considerar: seleção de projetos; ofertas; contratação; levantamento de recursos; licenças regulatórias e fechamento de minas.

## ANALISANDO FATORES ESG

Para analisar o gerenciamento ESG nestas etapas do desenvolvimento de minas o Citi utilizou indicadores de

desempenho, tal como: regulações com governos locais, economia local, engajamento comunitário, qualidade do planejamento de fechamento, histórico e reputação. O Citi também pesquisou indicadores das quatro forças de sustentabilidade restantes – commodities extraídas, a capacidade de controlar a saúde, segurança, emprego e meio ambiente (HSEE) nas operações e governança da sustentabilidade – e ajustou a taxa de desconto de acordo com estes indicadores.

*‘Two mining companies operating in the same country could have substantially different discount rates based on: the commodities extracted, mine development, the ability to control HSEE in operations and sustainability governance.*

*As a scenario analysis, we have used a risk-adjusted discount rate based on our Citi Sustainability Mining index. We see the largest upside to valuation to occur for the large diversified mining companies .. with potential upside of 23% to 30%.’<sup>31</sup>*

### Exemplo de uma tabela de avaliação do Citi:

Taxa de desconto ajustada pelo risco

Empresa	WACC Atual	Taxa de desconto ajustada pelo risco	VPL Atual	Impacto no VPL	% de Mudança
Empresa de mineração	10.7%	7.5%	\$36.70	\$47.27	29%

## KEY TAKEAWAY

Citi regarded a company's ability to manage ESG risks as fundamental to delivering projects on time and to budget and ultimately to future earnings capacity. Citi's mining index therefore identified those companies which are best positioned to create long-term shareholder value, given their current sustainability profile.

## CONHECIMENTO DA AVALIAÇÃO: FERRAMENTAS DE AVALIAÇÃO

As perguntas a seguir podem ser consideradas por analistas de renda variável que buscam integrar a análise ESG:

### Fluxo de caixa das operações (FCO)

- Quais riscos de preço da ação a empresa tem enfrentado?
- Como a empresa administrou esses riscos?
- Quais riscos ESG que impactam o preço da ação a concorrência tem enfrentado?

- Qual é a importância dessas questões para os investidores, clientes e mídia?
- Quão sensível é o mercado para notícias sobre essas questões?
- As taxas de desconto devem ser ajustadas para refletir variações no desempenho ESG?
- As melhorias na governança corporativa devem ser refletidas numa previsão de beta menor?
- O processo da integração de análise ESG dentro na avaliação de renda variável reduz ou fortalece a convicção no valor intrínseco de uma empresa?

31. Heath Jansen, Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? 14 March 2006

# CONCLUSÃO

Este documento apresenta a utilidade da análise integrada por meio de estudos de caso que, esperamos, dão transparência ao processo. Encontramos exemplos claros de como a análise integrada está sendo utilizada para determinar o valor justo das empresas. Foram apresentados exemplos para cada fase da análise fundamentalista. As questões ESG sendo integradas:

- na análise do contexto econômico e da indústria em que atua a empresa;
- na análise da qualidade da administração de uma empresa e da sua estratégia corporativa;
- nos ajustes feitos às previsões dos lucros para refletir com mais precisão os riscos e oportunidades futuros;
- nos ajustes à taxa de desconto para refletir questões ESG específicas de cada setor ou empresa.

A vantagem da abordagem adotada pelo grupo de trabalho foi a possibilidade de revisar um número significativo de relatórios do buy e sell-side. Essa perspectiva permite extrair algumas questões comuns que surgiram da revisão:

**As boas notícias:** não há dúvida de que atualmente está sendo feita a análise integrada de alta qualidade demandada por investidores há tantos anos. Questões de estrutura, utilização, mobilização de recursos e pagamento devem substituir os debates sobre se a análise pode ser feita.

**Pronto para Mainstream:** quase toda a análise seguiu um padrão de estruturas de pesquisa que refletem os resultados do estudo de qualquer equipe do sell-side ou de investidores. Questões ESG podem apresentar novos riscos e oportunidades, mas eles são avaliados por meio de modelos padrão de desempenho e avaliação. Acreditamos que qualquer investidor pode usar as pesquisas aqui revistas.

**Tensões de prazo:** a dependência de ferramentas de avaliação tradicionais pode criar tensões entre seus horizontes relativamente curtos e os prazos mais longos necessários para que questões ESG impactem as empresas. Uma grande parte da análise focou em situações em que as questões ESG tornam-se mais urgentes ou em que os investidores começaram a ter um olhar de mais longo prazo.

**Uso intensivo de recursos:** para adquirir e avaliar a informação ESG é exigido o uso mais intensivo de recursos do que para as informações financeiras auditadas. A dificuldade de adquirir informação consistente, comparável e auditada ainda é um desafio significativo para a análise integrada.

**Divulgação não acompanha o desempenho:** a qualidade de reporting continua sendo vital, mas percebe-se que empresas estão fazendo mais do que o que divulgam. Isso levanta questões dos recursos requeridos para obter uma ideia precisa do desempenho da empresa.

**Contexto é vital:** com regimes regulatórios diferentes no mundo inteiro em termos de requisitos de divulgação, observou-se que dados brutos de fatores ESG sem contexto podem ser enganosos. Emissões de carbono foram citadas como potencialmente enganosas, se não são conhecidos os mecanismos que penalizam as emissões, qualquer licença gratuita ou o local. Integrar dados brutos na avaliação sem esse contexto poderia ser enganoso.

**O papel da classificação de risco:** embora tenhamos encontrado consenso amplo com relação ao valor de classificação de risco para o investimento responsável, a classificação de risco não apareceu fortemente nestes exemplos de integração. Em vez de usar a classificação de risco, o desempenho subjacente das métricas ESG foi usado para avaliar diretamente o desempenho dos negócios e o valor. A falta de pesquisa integrada produzida por fornecedores independentes foi observada na revisão.

**Materialidade:** a identificação de questões materiais continua sendo mais arte que ciência. Enquanto para alguns fatores ESG há um amplo consenso de que a questão pode ter um impacto significativo sobre o desempenho de uma empresa, a materialidade de outros aspectos depende de processos de investidores individuais, horizonte de investimento, orçamentos de risco e metas de desempenho.

Destacar as práticas atuais também serve para identificar onde é preciso desenvolver mais estudos. A qualidade de análise integrada continua a melhorar mesmo durante a execução e publicação deste estudo. Esperamos que ao apresentar uma parte da atividade atual podemos reforçar o trabalho inovador daqueles que praticam a análise integrada e induzir a maior divulgação daqueles investidores cujo trabalho não foi citado neste documento.

Esta coleção idealmente formará uma base de conhecimento da análise integrada e permitirá identificar o progresso que está sendo feito nesse sentido na análise fundamentalista. O estudo também nos ajudará a enfrentar os desafios do futuro

# ANEXO 1: COLABORADORES E PESQUISAS

A tabela a seguir inclui os corretores e provedores de pesquisa entrevistados e os estudos discutidos:

Organização entrevistada	Pesquisa analisada	Ação coberta
<b>Bloomberg</b>	Visão geral do produto	Various
<b>BoA Merrill Lynch</b>	Visão geral do produto	Various
<b>Carbon Tracker Initiative</b>	Unburnable Carbon: Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?, julho 2011	Various
<b>Cheuvreux*</b>	Enel: ESG Profile, 22 setembro 2011  Airlines Sector Report, Loic Sabatier e Erwan Crehalet, setembro 2011	Enel, easyJet, Ryanair, Air France KLM, Vueling, Lufthansa
<b>Citi*</b>	U.S. Autos & Auto Parts: Fuel Economy Focus: Perspectives on 2020 Industry Implications, Itay Michaeli, 14 March 2011  U.S Autos & Auto Parts: Electric Vehicles: Perspectives on a Growing Investment Theme, Itay Michaeli, 23 February 2011	27 ações de empresas do setor automobilístico
<b>Goldman Sachs*</b>	GS Sustain, Disclosing China's Potential – from good to great, Richard Manley, Anthony Ling, Andrew Howard, Santanu Sengupta, 5 novembro 2010  GS Sustain, Emerging industries: Structural growth is undervalued, Evgeny Titel, Andrew Howard, Richard Manley, Hanna Notte, 27 janeiro 2011  GS Sustain, Growing Pains, Andrew Howard, Richard Manley, Nick Hartley and Derek Bingham, May 2012	1.500 ações
<b>Macquarie Securities*</b>	ESG Ratings Replayed, Aimee Kaye, Gabby Hajj, 26 March 2012	48 ações australianas
<b>Société Générale*</b>	SRI: Beyond Integration, Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat, 2 March 2011  Pharmaceuticals Marketing: Beware of Side Effects, Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley, September 2011	Sanofi, Merck AG, BMS, Pfiser, J&J, Merck & Co
<b>UBS*</b>	ESG Analyser - Framework, Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka, 18 May 2010	Vários
<b>West LB</b>	Siemens: ESG Analysis of Sustainability Report (Recommend Add), Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk, 30 July 2010	Siemens

\*Apresentações disponíveis diretamente com os corretores

Sete gestores de investimentos também foram entrevistados para melhor entender como a pesquisa sobre fatores ESG estava sendo integrada nos seus processos de investimento. Esses gestores foram Alliance Trust Investments, DWS, Groupama, NEI Investments, Quotient Investors, Robeco and SAM.

O grupo de trabalho agradece os corretores e gestores de investimento pelo tempo dedicado e por fornecer o material para este projeto. Além disso, o grupo de trabalho quer agradecer ClearBridge Investments, Newton Investment Management, Baillie Gifford, Schroder's, Oddo Securities, Kepler Capital Markets, International Corporate Governance Network's Integrated Business Reporting Committee, Richard Manley, Seb Beloe, Professor Robert Eccles, Professor George Serafeim, Louise O'Halloran e Daniela Carosio por suas contribuições e orientações.

O Secretariado do PRI gostaria de agradecer aos membros do Grupo de Trabalho - Integração ESG por sua contribuição durante o desenvolvimento deste documento.

# ANEXO 2: INICIATIVAS SETORIAIS RELEVANTES

Vários grupos de trabalho estão envolvidos nas seguintes iniciativas setoriais, que também procuram melhorar a compreensão de como a análise integrada pode ajudar a avaliar de modo mais preciso o valor das ações listadas:

## ■ Delphi Project

O objetivo deste projeto é identificar os fatores ESG que a comunidade de investimento considera como os de maior impacto na geração de valor no longo prazo. Também analise a forma de medir esses fatores e as métricas satisfazem às exigências dos investidores institucionais europeus. Um grupo de gestores de investimento e proprietários de ativos europeus estão trabalhando em conjunto com a European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) para atingir esses objetivos até março de 2013. Para mais informações, entre em contato com Michael Polya ([michael\\_poly@ssga.com](mailto:michael_poly@ssga.com))

## ■ EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) KPIs

O projeto EFFAS KPI propõe quais devem ser os principais fatores ESG nos os relatórios de desempenho corporativo. O objetivo dos KPIs for ESG 3.0 é motivar a integração de dados ESG em relatórios de desempenho corporativo. Para alcançar esta meta, os KPIs for ESG 3.0 estabelecem os requisitos gerais para a apresentação de relatórios de questões ESG, diretrizes para a apresentação e estrutura, bem como os requisitos mínimos de conteúdo a serem divulgados. Para mais informações, acesse [www.effas-esg.com](http://www.effas-esg.com)

## ■ Briefing de investidores sobre ESG pelo PRI: Communicating ESG Value Drivers

Um grupo de signatários de PRI e empresas LEAD do Pacto Global estão colaborando para melhorar a comunicação de orientadores de valor ESG além do reporting tradicional, para assegurar que o desempenho sustentável seja recompensado pelos mercados financeiros. A meta deste projeto é desenvolver e refinar a comunicação de orientadores de valor ESG na interface entre a empresa e o investidor. Para mais informação acesse a Clearinghouse do PRI (acesso exclusivo para signatários): <http://intranet.unpri.org>

Estes projetos são realizados no contexto das seguintes organizações e das suas iniciativas em curso:

## ■ Carbon Disclosure Project (CDP)

O CDP permite que as empresas em todo o mundo mensurem, divulguem, administrem e compartilhem informações sobre mudanças climática e água. Dados do CDP

são utilizados por gestores de investimento e consultores, proprietários de ativos, provedores de dados e de índices, bancos e corretores, para uma gama crescente de propósitos e estão disponíveis por meio de vários fornecedores de pesquisa. Para mais informação, acesse [www.cdproject.net](http://www.cdproject.net)

## ■ Global Reporting Initiative (GRI)

O GRI continua a desenvolver suas diretrizes sobre relatórios de sustentabilidade. As diretrizes mais recentes (G3.1) e mais informações podem ser encontradas na [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

## ■ International Integrated Reporting Council (IIRC)

No seu relatório 'Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century', que foi recentemente publicado, o IIRC considerou as razões para relatórios integrados e ofereceu propostas iniciais para o desenvolvimento de um modelo para relatórios integrados internacionais. Foram delineados os próximos passos para a sua criação e adoção. Para maiores detalhes acesse [www.theiirc.org](http://www.theiirc.org). Signatários podem também participar do grupo de trabalho de investidores por meio da Clearinghouse.

## ■ The Sustainability Accounting Standards Board™ (SASB™)

Lançado este ano, a SASB é uma organização sem fins lucrativos envolvida no desenvolvimento e disseminação de padrões contábeis de sustentabilidade específicos por setor. A SASB estabelecerá uma compreensão de questões relevantes de sustentabilidade enfrentadas por setores e criará padrões contábeis de sustentabilidade adequados para divulgação em relatórios, tais como: Formulário 10-K e 20-F. A SASB aborda as necessidades do mercado dos EUA, e estabelece padrões para relatórios integrados, que são concisos, comparáveis dentro de um setor e relevante para todos as 35 mil empresas listadas em bolsa nos EUA. Para obter mais informações, acesse [www.sasb.org](http://www.sasb.org).

Na academia, os estudos estão avançando além das relações entre retornos dos preços das ações e a classificação da qualidade dos fatores ESG, para incluir avaliações de como os fatores ESG podem afetar as operações da empresa. Entre estes, os professores Robert Eccles e Serafeim George da Escola de Negócios de Harvard publicaram suas análises das ligações entre a cultura corporativa de sustentabilidade e o desempenho corporativo. As suas análises foram apresentadas ao grupo de trabalho<sup>32</sup>.

32. Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, George Serafeim, 'The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance', November 2011, <http://hbswk.hbs.edu/item/6865.html>

# ANEXO 3: EXEMPLOS DE DESENVOLVIMENTO REGULATÓRIO ORIENTANDO A EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO RESPONSÁVEL

## EUROPA

Como parte do pacote legislativo sobre governança corporativa e responsabilidade social corporativa (CSR), a Comissão Europeia fez recentemente várias consultas sobre a divulgação de fatores ESG:

Primeiramente, uma emenda às normas contábeis atualizará as obrigações de divulgação de informações não-financeiras pelas grandes empresas. A proposta foi encaminhada para aprovação no final de 2012

Para maiores informações:

- [http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Lobbying\\_Papers/Eurosif\\_ESG\\_Reporting\\_2011\\_final.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Lobbying_Papers/Eurosif_ESG_Reporting_2011_final.pdf)
- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/non-financial\\_reporting/summary\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/non-financial_reporting/summary_report_en.pdf)

Em julho de 2012, uma outra proposta foi feita por um Documento de Informação Chave (KID) para produtos de investimento. Isto está ligado a uma iniciativa da UE que pretende criar um ambiente regulatório sustentável e satisfatório para a venda e divulgação de produtos de investimento de varejo (Pacotes de Produtos de Investimento de Varejo - PRIPs).

O regulamento proposto torna obrigatório que os investidores de varejo sejam informados sobre como as suas preocupações ESG são levadas em conta nos processos de investimento, seja em um fundo mútuo ou outros produtos ligados a investimentos.

Para mais informações:

- <http://www.eurosif.org/images/stories/30July2012KidDisclosureRelease.pdf>
- [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/investment\\_products/20120703-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20120703-proposal_en.pdf)

## ÁFRICA DO SUL

O governo Sul-Africano aprovou recentemente o Regulamento 28 da Lei de Fundos de Pensões. O novo regulamento contém diretrizes prudenciais para investimentos em fundos de pensão, promovendo os riscos e oportunidades ESG para um público amplo (*no mainstream*).

Mais informações podem ser encontradas:

- <http://www.world-exchanges.org/insight/views/southern-african-pension-funds-tackle-responsible-investing>
- [ftp://ftp.fsb.co.za/public/documents/R28\\_0508.pdf](ftp://ftp.fsb.co.za/public/documents/R28_0508.pdf)

O Código de Investimento Responsável na África do Sul (CRISA) foi lançado em julho de 2011 em apoio a este novo regulamento.

O CRISA incentiva os investidores institucionais e prestadores de serviços a adotar seus princípios e recomendações partindo do princípio de “aplicar ou explicar.” O Código exige que os investidores institucionais divulgue plena e publicamente aos stakeholders, pelo menos uma vez por ano, em que medida o Código foi aplicado. Se um investidor institucional não aplicou um dos princípios do código totalmente, as razões devem ser divulgadas. A divulgação bem como as políticas devem ser públicas.

- <http://www.asisa.co.za/index.php/info-centre/responsible-investment.html>

## REINO UNIDO

Em 2000, a lei de pensões do Reino Unido foi alterada para exigir que gestores de planos de pensões profissionais divulguem a sua política de investimento socialmente responsável como parte de sua Declaração de Princípios de Investimento (SIP). Tribunais no Reino Unido também decidiram que o conceito de “melhores interesses” dos participantes de um fundo de pensão pode ir além dos seus interesses financeiros e incluir “pontos de vista sobre questões morais e sociais”. Desde 2000, Áustria, Bélgica (2003), França, Alemanha, Itália, Espanha (2004) e Suécia também adotaram regulamentos de divulgação semelhantes aos existentes no Reino Unido.

- <http://www.oecd.org/investment/guidelinesformultinationalenterprises/38550550.pdf>

O código de stewardship do Reino Unido foi publicado em 2010 e revisado em setembro de 2012. O Financial Reporting Council (FRC) exige que os gestores de ativos autorizados no Reino Unido “adotem ou expliquem” por que eles não estão aderindo ao código. O código estabelece boas práticas de engajamento com as empresas investidas, com o objetivo de reforçar retornos de longo prazo para os acionistas e o exercício eficiente das responsabilidades de governança.

- <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

## ESTADOS UNIDOS

Em 2011, os EUA introduziu HR 2759, uma lei que requer a divulgação por grandes empresas de informação relacionadas ao tráfico de pessoas e escravidão.

- <http://maloney.house.gov/press-release/maloney-introduces-bipartisan-bill-fight-human-trafficking>

Em 2012, a SEC adotou uma regra que exige que certas empresas divulguem o uso de minerais “de conflito” que se originaram na República Democrática do Congo ou países vizinhos.

- <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-163.htm>

# ANEXO 4: FATORES ESG

Não existe uma lista exaustiva ou método abrangente para classificar as questões ESG. Esta seção fornece uma lista de fatores que investidores classificam como 'ESG'. Não é compreensiva e não deve ser utilizada de alguma forma que restrinja o escopo das questões que investidores possam considerar. Enquanto alguns investidores definem sua própria prioridade, baseados em setor e geografia, o conceito de investimento responsável procura expandir o escopo das questões consideradas em decisões de investimento.

## ESTABILIDADE E SAÚDE DO MERCADO

Ambiente	Social	Governança
<ul style="list-style-type: none"><li>■ Mudanças climáticas</li><li>■ Política ambiental</li><li>■ Melhores práticas de sustentabilidade</li><li>■ Gestão ambiental</li><li>■ Abastecimento de água</li><li>■ Transporte sustentável</li><li>■ Gestão de resíduos</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Direitos do consumidor</li><li>■ Administração da cadeia de suprimentos</li><li>■ Saúde e seguridade</li><li>■ Segurança do produto</li><li>■ As relações de trabalho, incluindo relações com sindicatos</li><li>■ Relações com a comunidade / stakeholders</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Estrutura do conselho</li><li>■ Diretores independentes</li><li>■ Divisão entre Presidente / CEO</li><li>■ Remuneração de executivos</li><li>■ Direitos do acionista</li><li>■ Contabilidade / auditoria</li><li>■ Ética nos negócios</li><li>■ Conflito de interesse</li></ul>
		<ul style="list-style-type: none"><li>■ Governança de fundos</li><li>■ Poder e composição do comitê consultivo</li><li>■ Questões de avaliação</li><li>■ Estruturas livres</li></ul>

Um fator ESG é uma questão que é de natureza quantitativa ou qualitativa e que pode ser material para a análise financeira. Tais fatores se manifestam no nível macro, do país, do setor e da empresa.

- No nível macro, megatendências ESG podem influenciar a economia global e ter um impacto profundo de longo prazo. Exemplos são a escassez de recursos e mudanças climáticas.
- Fatores ESG no nível do país e do setor são diversos e frequentemente relacionados. Exemplos incluem mudanças legislativas e questões na cadeia de suprimentos.
- No nível da empresa, a análise ESG é relacionada ao tamanho, à estrutura e à natureza das operações.
- Questões materiais podem surgir das seguintes categorias de avaliação no nível da empresa:
  - A. A avaliação ambiental pode incluir a eficiência de recursos da empresa em termos de resíduos, das emissões de gases de efeito estufa e da utilização de água e energia; e os esforços empreendidos para melhorar essa eficiência.

- B. A avaliação social procura determinar a licença social para operar, as práticas de comércio e a exposição ao risco de corrupção. Pode também incluir segurança do produto, lealdade do cliente, relações com as comunidades onde a empresa deseja operar, observância às leis de rotulagem e práticas de marketing.
  - a. A avaliação de direitos humanos lida com discriminação, trabalho forçado, os direitos dos indígenas e práticas de compras.
  - b. A avaliação das práticas de trabalho visa avaliar a gestão do capital humano (incluindo a diversidade de gênero), segurança do trabalho, relações trabalhistas e sindicais.
- C. A avaliação da governança corporativa das empresas pode lidar com práticas de remuneração e de divulgação, composição e políticas do conselho e controle de riscos.

# ANEXO 5: USO DA INFORMAÇÃO ESG POR INVESTIDORES

Uso de informação	Exemplos
Quantificando os benefícios e custos de fatores ESG específicos	Investidores podem integrar o seu entendimento de fatores ESG nas previsões de lucros ou ajustando a taxa de desconto na avaliação DCF.
Identificando riscos e oportunidades que pesquisas de investimento tradicionais talvez não identificariam	Empresas que operam em áreas política e socialmente sensíveis podem ser sujeitas a riscos operacionais e riscos de oscilações do preço das ações, em decorrência de greves e instituições não estáveis.
Identificando líderes e retardatários	Os fundos best in class identificam líderes e fundos de “foco” selecionam empresas com desempenho ESG baixo e procuram melhora-las para agregar valor ao investimento.
Identificando os beneficiários de mudanças estruturais de longo prazo da economia	A pesquisa temática pode ser utilizada para identificar ações que serão analisadas mais detalhadamente ou para criar um fundo temático. Um exemplo de um tema ESG é a mudança demográfica, o envelhecimento da população em muitos países desenvolvidos.
Avaliando o desempenho da empresa contra seus objetivos e metas	Attention to ESG performance can signal a company's ability to deliver on all areas of business strategy.
Avaliando o desempenho da empresa contra seus objetivos e metas	A atenção ao desempenho ESG pode indicar a excelência da empresa em todas as áreas da sua estratégia empresarial.
Filtros positivos e negativos	Investidores podem filtrar as suas carteiras com base em diversos critérios positivos ou negativos

Source: PRI research

# ANEXO 6: RECURSOS

---

Carbon Tracker Initiative, Unburnable Carbon: Are the world's financial markets carrying a carbon bubble? <http://www.carbontracker.org>

---

Citi, Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? <http://www.citivelocity.com>

---

Cheuvreux, Airlines Sector Report, Loic Sabatier and Erwan Crehalet, setembro de 2011 [http://www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

---

Cheuvreux, Enel ESG Profile, 22 de setembro de 2011 [http://www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

---

Cheuvreux, Sustainability Research - Succession Planning: If you fail to plan, you plan to fail, Robert Walker, setembro 2011 [http://www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx)

---

Cheuvreux, Sustainability Research – Corporate Governance: The Guide 2011, março de 2011 [http://www.cheuvreux.com/public/leading\\_research.aspx](http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx) (várias empresas na lista)

---

Deutsche Bank, Sustainable Investing: Establishing Long-term Value and Performance, junho de 2012 [https://www.dbadvisors.com/content/\\_media/Sustainable\\_Investing\\_2012.pdf](https://www.dbadvisors.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf)

---

DVFA, Integrating Sustainability Reports into Financial Statements: An Experimental Study, 11 de junho de 2012 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2030891](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2030891)

---

Edmans, A, 'Does the Stock market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices', Wharton School, University of Pennsylvania, Journal of Financial Economics, 20 January 2010 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=985735](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985735)

---

El Ghoul, Sadok, Guedhami, Omrane, Kwok, Chuck C.Y. and Mishra, Dev R., 'Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?', Journal of Banking & Finance, Vol. 35, Issue 9, pp. 2388-2406, September 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1546755>

---

Eurosif, HNWI and Sustainable Investment Study, 2010 <http://www.eurosif.org/research/hnwi-a-sustainable-investment/2010>

---

Kepler Capital Markets, Automobiles & Parts: Playing it safe – looking into road safety, Michael Raab, Pierre Boucheny, Xavier Caroen, Fabio Iannelli, Tobias Loskamp, 4 October 2011

---

---

Lucas-Leclin, V and Nahal, S, 'Sustainability Analysis', in Sustainable Investing, edited by Cary Krosinsky and Nick Robins, Earthscan publishers, 2008

---

Macquarie Securities, ESG Ratings Replayed, Aimee Kaye, Gabby Hajj, 26 March 2012

---

Oddo Securities, The Age Pyramid: Old is Gold, Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret, July 2007

---

PRI in Person: Nuts and Bolts, Panel Recording, 14 September 2011 - available on PRI Signatory Extranet

---

Quotient Investors, Mainstream ESG Equity Allocations, Andre Bertolotti  
[http://www.quotientinvestors.com/News\\_Files/Quotient\\_Investors\\_-\\_Mainstream\\_ESG\\_Equity\\_Allocations.pdf](http://www.quotientinvestors.com/News_Files/Quotient_Investors_-_Mainstream_ESG_Equity_Allocations.pdf)

---

RobecoSAM, 'ESG Integration in Practice', presentation by Cécile Churet and Mark Glazener, May 2012

---

The Sigma Guidelines – Toolkit: Sustainability Accounting Guide, The Sigma Project,  
[http://nbis.org/nbisresources/accounting\\_and\\_green\\_banking/sigma\\_sustainability\\_accounting.pdf](http://nbis.org/nbisresources/accounting_and_green_banking/sigma_sustainability_accounting.pdf)

---

Société Générale, SRI: Beyond Integration, Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat, 2 March 2011  
<https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

---

Société Générale, Pharmaceuticals Marketing: Beware of Side Effects, Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley, September 2011, <https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

---

SRI-Connect, Integrated Analysis: Approaching a Tipping Point  
[http://www.sri-connect.com/index.php?option=com\\_content&view=category&layout=blog&id=22&Itemid=104](http://www.sri-connect.com/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=22&Itemid=104)

---

Stiglitz, J, Sen, A, Fitoussi, J, Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress  
[www.stiglitz-sen-fitoussi.fr](http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr)

---

UBS, ESG Analyser - Framework, Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka, 18 May 2010  
Contact Julie Hudson to receive a copy of the report

---

---

UniCredit, ESG Research: The Halo's Creed, Patrick Yves Berger, 5 November 2010  
<https://www.research.unicreditgroup.eu/Login/Login.aspx?ReturnUrl=%2fResearch%2fDefault.aspx>

---

Unicredit, ESG research: Nuclear fallout – Germany's new energy policy cost impacts, Andreas Heine, Georg Sturzer, Patrick Yves Berger, 20 July 2011 <https://www.research.unicreditgroup.eu/Login/Login.aspx?ReturnUrl=%2fResearch%2fDefault.aspx>

---

West LB, Siemens: ESG Analysis of Sustainability Report (Recommend Add), Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk, 30 July 2010 (now Porticon Financial Services)

---



*Esta página foi deixada em branco propositalmente*

---

## DIREITOS AUTORAIS

O relatório e o seu conteúdo são de exclusiva propriedade da PRI Association. Nenhuma das informações contidas e apresentadas no relatório pode ser modificada, reproduzida, distribuída, divulgada, vendida, publicada ou transmitida, no todo ou em parte, em qualquer forma ou por qualquer meio, eletrônico ou mecânico, incluindo fotocópias ou o uso de qualquer sistema de armazenamento de informação e de recuperação, sem a expressa autorização por escrito do Secretariado do PRI com sede em Londres, Reino Unido, ou de um dos seus afiliados ou parceiros apropriados. O conteúdo do relatório, incluindo, mas não se limitando, ao texto, fotografias, gráficos, ilustrações e obras de arte, nomes, logotipos e marcas registradas, são de propriedade da PRI Association, de suas afiliadas, colaboradores ou parceiros, estão protegidos por direitos autorais, marcas e outras leis.

## AVISO LEGAL

A informação contida neste relatório é somente para fins informativos e não se destina para assessoria de investimento, jurídica, fiscal ou outra, nem se destina a ser utilizada na tomada de decisão de um investimento ou outras decisões. Este relatório é fornecido com o entendimento de que os autores e editores não estão fornecendo aconselhamento jurídico, de investimento, econômico ou sobre outras questões profissionais e de serviços. A PRI Association e a Iniciativa PRI não são responsáveis pelo conteúdo de sites, informações e recursos aos quais foi feita referência neste relatório. O acesso facilitado a esses sites ou o fornecimento de informação não constitui um endosso pela PRI Association ou pela Iniciativa PRI. Salvo indicação em contrário, pareceres, recomendações, conclusões e interpretações expressas no presente relatório são dos vários contribuintes ao relatório, e não representam, necessariamente, a opinião da PRI Association, da Iniciativa PRI ou dos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável. A inclusão de exemplos de empresas não constitui de modo algum uma aprovação dessas organizações pela PRI Association, pela Iniciativa PRI ou pelos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável. Embora tenhamos nos esforçado para assegurar que a informação contida neste relatório foi obtida de fontes confiáveis e atuais, mudanças em estatísticas, leis, normas e regulamentos podem resultar em atrasos, omissões ou imprecisões nas informações contidas neste relatório. Nem a PRI Association e tampouco a Iniciativa PRI é responsável por quaisquer erros ou omissões, ou por qualquer decisão tomada ou ação com base nas informações contidas neste relatório, ou por quaisquer perdas ou danos decorrentes de ou causados por tal decisão ou ação. Toda a informação contida neste relatório é fornecida "como está", sem qualquer garantia de integridade, precisão, oportunidade ou dos resultados obtidos com o uso desta informação, e sem qualquer tipo de garantia, expressa ou implícita.

## NOSSOS PARCEIROS NA ONU

### **United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)**

A UNEP FI é uma parceria única entre o United Nations Environment Programme (UNEP) e o setor financeiro global. A UNEP FI trabalha com 200 instituições financeiras, que são signatárias da Declaração da UNEP FI sobre Desenvolvimento Sustentável, e com outras organizações parceiras para desenvolver e promover a ligação entre sustentabilidade e desempenho financeiro. Por meio de redes de signatários, pesquisa e treinamento, a UNEP FI cumpre a sua missão para identificar e promover a adoção das melhores práticas ambientais e de sustentabilidade em todos os níveis das operações das instituições financeiras.

Mais informações: [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

### **Pacto Global das Nações Unidas**

Lançado em 2000, o Pacto Global das Nações Unidas representa tanto uma plataforma para políticas quanto uma estrutura prática para companhias comprometidas com a sustentabilidade e práticas responsáveis nos negócios. Como uma iniciativa de liderança multi-stakeholder, procura alinhar as operações dos negócios e suas estratégias a dez princípios universalmente aceitos nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anti-corrupção, além de catalisar ações em prol de objetivos mais amplos das Nações Unidas. Com 7.000 organizações signatárias de 135 países é a maior iniciativa voluntária de sustentabilidade corporativa.

Mais informações: [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org)