

INTEGRAÇÃO ASG NO BRASIL: MERCADOS, PRÁTICAS E DADOS



O CFA Institute é uma comunidade global de mais de 150.000 profissionais do investimento trabalhando em conjunto para construir uma indústria em que os interesses dos investidores venham em primeiro lugar, os mercados financeiros funcionem da melhor maneira possível, e as economias cresçam.

A Iniciativa dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI), entidade que conta com o apoio das Nações Unidas é uma rede internacional de investidores que trabalham em conjunto para colocar em prática os seis Princípios para o Investimento Responsável. O objetivo dos Princípios é compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança (ASG), além de oferecer apoio aos signatários na integração desses temas às suas decisões de investimentos e práticas de titularidade. Ao implementar os Princípios, os signatários contribuem para o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável. Hoje, o PRI conta com mais de 2.000 signatários que coletivamente administram cerca de US\$ 80 trilhões em ativos. Visite www.unpri.org.

© 2018 CFA Institute. Todos os direitos reservados.

É proibida a reprodução ou transmissão de qualquer trecho desta publicação, em qualquer formato ou por qualquer meio, eletrônico ou mecânico, incluindo fotocópia, gravação, ou qualquer sistema de armazenamento e recuperação de informações, sem a permissão do detentor dos direitos autorais. Solicitações de permissão para fazer cópias de qualquer trecho deste documento devem ser enviadas por correio para: Copyright Permissions, CFA Institute, 915 East High Street, Charlottesville, Virginia 22902.

CFA® e Chartered Financial Analyst® são marcas registradas do CFA Institute. Para consultar a lista de marcas registradas do CFA Institute e o *Guia para Utilização das Marcas do CFA Institute* (em inglês), visite www.cfainstitute.org.

O CFA Institute não presta consultoria de investimento, financeira, fiscal ou legal. Os dados contidos neste relatório são meramente informativos, não representando conselho de investimento, financeiro, fiscal, jurídico, ou outro, e por isto não deve ser compreendido como tal. O CFA Institute não é responsável pelo conteúdo de *websites* e outros recursos informativos que podem porventura ser mencionados neste relatório. A referência a estes sites ou a tais recursos informativos não constitui endosso por parte do CFA Institute às informações contidas neles. Exceto declarações em contrário, opiniões, recomendações, resultados, interpretações e conclusões expressos neste documento são dos vários profissionais que contribuíram para a confecção deste relatório e não necessariamente representam os pontos de vista do CFA Institute. A inclusão de exemplos de empresas de forma alguma constitui endosso de tais organizações por parte do CFA Institute. Ainda que tenhamos nos esforçado para assegurar que as informações contidas neste relatório tenham sido obtidas de fontes confiáveis e atualizadas, a natureza mutável da estatística, da legislação, de regras e regulamentos pode resultar em atrasos, omissões ou imprecisão das informações aqui contidas.

ISBN: 978-1-942713-62-3

Contents

Sumário Executivo	1
Considerações sobre a Integração de Fatores ASG ao Processo de Investimento	2
Resultados Gerais e do Brasil	4
Como Utilizar Este Relatório	6
A Matriz de Integração ASG	7
Parte 1	
Práticas Globais de Integração ASG: Análise de Renda Variável e Análise de Renda Fixa	11
1 Visão Geral da Integração ASG	12
Parte 2	
Integração ASG no Brasil	27
2 O Impacto dos Fatores ASG sobre os Mercados de Capitais e as Práticas de Investimento: Dados da Pesquisa	28
3 Direcionadores da Integração ASG e Barreiras para sua Implementação: Dados da Pesquisa e <i>Feedback</i> sobre o <i>Workshop</i>	32
4 Tendências para os Dados ASG das Empresas	36
5 Práticas de Investimento dos Profissionais Locais: Renda variável e Renda Fixa	39
6 Entrevista com um Importante Player do Mercado Brasileiro: PREVI	43
7 Entrevista com um Importante Player do Mercado Brasileiro: B3	46
Parte 3	
Estudos de Caso	49
Estudo de Caso de Análise ASG de Renda Variável: Santander Asset Management	50
Integração de Fatores ASG à Pesquisa de Crédito Soberano: PIMCO	52
Perspectivas de Crédito: A Integração ASG na Prática – Petróleos Mexicanos: Hermes Investment Management	56

SUMÁRIO EXECUTIVO

Gestores de carteira e analistas vêm cada vez mais incorporando fatores ASG às suas análises e processos. No entanto, a integração ASG ainda está dando seus primeiros passos, com investidores e analistas pedindo mais orientações sobre “como” exatamente podem “fazer ASG” e integrar dados ASG às suas análises.

O CFA Institute e os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) criaram então um relatório de melhores práticas (*Orientações e Estudos de Caso para a Integração ASG: Renda Variável e Renda Fixa*) e três relatórios regionais – um para as Américas (AMER), um para Ásia-Pacífico (APAC), e um para Europa, Oriente Médio e África (EMEA) – para ajudar os investidores a entender como podem integrar melhor os fatores ASG às suas carteiras de renda variável, de títulos privados e de títulos públicos. Conseguimos atingir tal objetivo:

- Entrevistando 1.100 profissionais, em sua maioria membros do CFA, em todo o mundo;
- Realizando 23 *workshops* em 17 importantes mercados;
- Entrevistando muitos profissionais e *stakeholders*;
- Publicando mais de 30 estudos de caso escritos por profissionais da renda variável e da renda fixa;
- Analisando as pontuações da Bloomberg para divulgações ASG das empresas; e
- Analisando dados do PRI *Reporting Framework*, o maior banco de dados global de informações sobre práticas ASG de investidores.

O relatório de melhores práticas mencionado acima contém orientações sobre a integração ASG em investimentos de renda variável e renda fixa, além de estudos de caso sobre como a integração ASG é “feita” por profissionais líderes na área.

Este relatório se concentra na situação atual da integração ASG no Brasil. Muitos de seus capítulos foram adaptados do relatório *Integração ASG nas Américas: Mercados, Práticas e Dados*. Para demonstrar como alguns dos profissionais líderes nesta área integram fatores ASG às suas análises de investimento, incluímos três estudos de caso do relatório *Orientações e Estudos de Caso para a Integração ASG: Renda Variável e Renda Fixa*. Esperamos que os investidores encontrem utilidade neste relatório e nos relatórios complementares, e que estes relatórios ajudem os investidores a compreender como podem melhor integrar dados ASG às suas análises e tomadas de decisão de investimento.

CONSIDERAÇÕES SOBRE A INTEGRAÇÃO DE FATORES ASG AO PROCESSO DE INVESTIMENTO

Como resultado de nossa pesquisa com profissionais do setor financeiro global, de *workshops* com investidores e analistas e de pesquisa para a preparação deste relatório, o CFA Institute e o PRI pretendem enfatizar várias considerações que os profissionais do setor financeiro e investidores devem ter em mente quando realizarem a integração de fatores ASG ao processo de investimento.

- Não existe uma definição única para ASG nem uma prática única que seja a melhor para a integração ASG. Portanto, a integração da análise ASG ao processo de investimento deve ser realizada da maneira que melhor atenda cada empresa, seus recursos e seus clientes. No entanto, um conjunto de melhores práticas comuns está começando a surgir conforme os investidores integram cada vez mais os fatores ASG às suas análises e a seus processos de investimento.
- A integração ASG analisa riscos e oportunidades revelados pela análise de fatores ambientais (A), sociais (S) e/ou de governança (G) que são relevantes para uma empresa ou país. É geralmente mais complexa do que o filtro negativo (*negative screening*), apesar de uma parcela considerável dos profissionais com quem conversamos ainda pensar o investimento ASG simplesmente como um filtro negativo.
- Um dos principais motivos para as empresas realizarem a análise ASG é avaliar riscos. No entanto, os resultados da nossa pesquisa e dos *workshops* demonstram que poucos investidores enxergam a análise ASG como uma forma de descobrir oportunidades de investimento. Os investidores que conseguirem apontar as empresas que estão melhorando seus perfis A, S ou G — antes que o grande mercado o faça — podem ser recompensados. Há vários exemplos disponíveis de pesquisas acadêmicas¹ e realizadas por profissionais que demonstram o benefício da inclusão da análise ASG na análise financeira tradicional.
- Os investidores deveriam se concentrar na *análise* ASG, e não no *investimento* ASG. O investimento ASG é muitas vezes utilizado como slogan de marketing, ao passo em que a análise ASG é parte fundamental da análise de investimento e exige uma abordagem disciplinada e tangível para ser totalmente integrada ao processo de investimento. No longo prazo, esperamos que a expressão “investimento ASG” perca força conforme a análise ASG se torne mais aceita simplesmente como uma parte da análise de investimento.
- Compradores devem ficar atentos a produtos que se autodenominem como produtos de investimento ASG. Muitos produtos comercializados como ASG ou sustentáveis utilizarão definições diferentes para ASG e bases diferentes para decidir quais investimentos incluir ou não. Os investidores precisam pesquisar ao investir em qualquer coisa denominada “ASG” ou “sustentável”, para ter certeza de que concordam com a metodologia por trás destas designações (consulte o relatório *Orientações e Estudos de Caso para a Integração ASG: Renda Variável e Renda Fixa*).

¹ FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. *ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. Journal of Sustainable Finance & Investment, v.5, n.4, p.210-233, 2015. DOI:10.1080/20430795.2015.1118917

- Até agora, um dos principais direcionadores da integração ASG no mundo é a demanda por parte dos clientes, em sua maioria investidores institucionais. Investidores que desejam que seus gestores de ativos integrem dados ASG ao processo de investimento terão de pedir; quando pedirem, é bastante provável que os gestores atenderão à solicitação. Do mesmo modo, investidores que desejam dados ASG mais relevantes das empresas também devem fazer esta solicitação.
- Titulares e gestores de ativos precisam se empenhar mais em explicar uns aos outros como e porque integram dados ASG no processo de investimento. A comunicação clara dos investidores para seus clientes sobre a integração ASG pode ajudar bastante a reduzir a confusão e as percepções errôneas sobre o que a integração ASG envolve.
- Os investidores ainda se preocupam, e com razão, com a qualidade, precisão e comparabilidade dos dados ASG que utilizam em suas análises. Ainda estamos dando os primeiros passos na integração ASG, e poucas normas e verificações estão disponíveis para divulgação ASG e para dados ASG. Portanto, os investidores precisam entender o quanto os dados que utilizam são robustos, precisos e comparáveis para poder ajustar suas análises. Além disso, investidores e empresas precisam trabalhar juntos para chegar a um acordo sobre como preparar relatórios de fatores ASG relevantes e promover a padronização dos dados ASG.

RESULTADOS GERAIS E DO BRASIL

Os principais resultados que obtivemos em nossa pesquisa incluem os seguintes aspectos:

1. Não há “uma melhor maneira” de se fazer a integração ASG, e a integração ASG não é uma “solução mágica”.
2. A governança é o fator ASG que a maior parte dos investidores está integrando a seus processos.
3. Fatores ambientais e sociais estão ganhando aceitação, mas a base ainda é pequena.
4. A integração ASG está mais adiantada no mundo da renda variável do que na renda fixa.
5. Gestores de carteira e analistas já integram com maior frequência o ASG ao processo de investimento, mas raramente ajustam seus modelos com base em dados ASG.
6. Os principais direcionadores da integração ASG são a gestão de risco e a demanda dos clientes.
7. As principais barreiras à integração ASG são a compreensão limitada dos fatores ASG e a falta de dados ASG comparáveis.
8. Os investidores reconhecem que já se evoluiu bastante em relação a dados ASG, mas ainda é preciso avançar na qualidade e comparabilidade destes dados.
9. Seria de grande ajuda se emissores e investidores entrassem em um acordo sobre uma única norma para a produção de relatórios ASG que otimizasse o processo de coleta de dados e gerasse dados de melhor qualidade.

OS 17 MERCADOS ONDE OS 23 WORKSHOPS ASG FORAM REALIZADOS

WORKSHOPS ASG NO MUNDO		
AMÉRICAS	ÁSIA-PACÍFICO	EUROPA, ORIENTE MÉDIO E ÁFRICA
Brasil	Austrália	França
Canadá	China	Alemanha
Estados Unidos	Hong Kong	Países Baixos
	Índia	Rússia
	Japão	África do Sul
	Cingapura	Suíça
		Emirados Árabes Unidos
		Reino Unido

10. Muitos participantes dos *workshops* demonstraram preocupação com o fato de que os fundos mútuos e fundos de índices (ETF, em inglês) oferecidos aos investidores podem ser direcionados por decisões de marketing e não são verdadeiros produtos de investimento ASG.

PRINCIPAIS RESULTADOS NO BRASIL

1. Questões de governança são sistematicamente integradas ao processo dos investidores. No entanto, respostas à pesquisa sugerem que até 2022, fatores ambientais e sociais estarão cada vez mais próximos dos fatores de governança em importância.
2. As práticas de integração ASG no Brasil estão predominantemente presentes na renda variável, mas alguns profissionais da renda fixa já estão implementando práticas avançadas de integração ASG.
3. Em comparação com outros países, a divulgação ASG das empresas no Brasil atinge um patamar bastante alto em todos os setores. No entanto, os participantes dos *workshops* demonstraram preocupação sobre a qualidade dos dados e a prática de “maquiagem verde”² pelas empresas.

² Do inglês *greenwashing*, é produção de informações para a empresa se apresentar, de forma enganosa, como ambientalmente responsável.

COMO UTILIZAR ESTE RELATÓRIO

O objetivo deste relatório é ajudar os investidores a compreender melhor como os profissionais estão cada vez mais integrando os fatores ASG às suas análises e a seus processos de investimento. Este entendimento, por sua vez, pode ajudar os investidores a determinar *como* integrar a análise ASG aos seus próprios processos de investimento, e como fazê-lo de uma forma que faça sentido pra eles.

Apresentamos uma Matriz de Integração ASG no começo deste relatório. A Matriz de Integração ASG pode servir de referência para os profissionais compararem suas técnicas de integração com as de seus pares e identificarem as técnicas que melhor se adequam às suas empresas.

Encerramos o relatório com três estudos de caso escritos por profissionais, demonstrando como cada um integra os fatores ASG à sua análise de investimento. Os estudos de caso abordam renda variável, títulos privados e títulos públicos.

A Parte 2 – “Integração ASG no Brasil” contém os seguintes capítulos, que analisam o impacto corrente e futuro dos fatores ASG sobre os mercados de capitais e as práticas de investimento, os direcionadores da integração ASG e as barreiras para sua implementação, tendências para os dados ASG das empresas, e práticas de investimento dos profissionais do país:

- a. **O Impacto dos Fatores ASG sobre os Mercados de Capitais e as Práticas de Investimento: Dados da Pesquisa.** Demonstramos e comentamos os resultados das pesquisas regionais e de mercado que trazem as visões dos entrevistados sobre o impacto atual e futuro dos fatores ASG sobre os preços das ações, *spreads* dos títulos privados e *yields* de títulos públicos nos mercados de capitais de seus países. Analisamos como os investidores no Brasil estão ou não integrando fatores ASG a seus processos de investimento. Este capítulo traz aos leitores um resumo das práticas atuais de integração ASG.
- b. **Direcionadores da Integração ASG e Barreiras para sua Implementação: Dados da Pesquisa e Feedback sobre o Workshop.** Realizamos um *workshop* em São Paulo para discutir com profissionais locais o nível específico e os métodos de integração ASG em cada mercado. Nosso intuito é ajudar os leitores a compreender melhor o contexto da integração ASG característico de seus próprios mercados, além de alguns direcionadores universais da integração ASG e barreiras para sua implementação.
- c. **Tendências para os Dados ASG das Empresas.** Este capítulo enfatiza o nível da divulgação ASG pelas empresas. Analisamos como o nível dos dados ASG mudou em um período de cinco anos em vários setores e entre empresas de diferentes portes listadas em bolsa.
- d. **Práticas de Investimento dos Profissionais Locais: Renda variável e Renda Fixa.** Este capítulo traz aos leitores uma visão geral das práticas atuais de investimento em cada mercado, criando uma oportunidade única para os profissionais compararem suas técnicas e ferramentas de integração ASG com as de seus pares.
- e. **Entrevistas com Importantes Players do Mercado:** Entrevistamos a B3 e a PREVI para trazer aos leitores exemplos mais detalhados sobre a disponibilidade dos dados ASG das empresas, e como alguns profissionais integram dados ASG ao processo de investimento. Recomendamos que os leitores também analisem as orientações e os estudos de caso contidos no relatório complementar *Orientações e Estudos de Caso para a Integração ASG: Renda variável e Renda Fixa*.

A MATRIZ DE INTEGRAÇÃO ASG

Após uma análise aprofundada das técnicas de integração ASG de investidores diretos em todo o mundo, o CFA Institute e o PRI reuniram as várias técnicas utilizadas pelos profissionais e criaram a Matriz de Integração ASG (Figura 1).

FIGURA 1: A MATRIZ DE INTEGRAÇÃO ASG



A Matriz de Integração ASG não pretende ilustrar como seria o processo de investimento perfeitamente integrado em ASG. Pelo contrário, foi criada para servir de referência para os profissionais analisarem as técnicas de integração ASG de seus pares e identificarem aquelas que melhor se adequam às suas empresas. Acreditamos que este recurso será bastante útil e servirá como referência para você desenvolver gradualmente seu próprio processo de investimento integrado em ASG. Como cada empresa é única, as técnicas de integração ASG de uma não são necessariamente as técnicas corretas para todas as empresas.

Recomendamos que você consulte a Matriz de Integração ASG durante a leitura dos capítulos intitulados “Práticas de Investimento dos Profissionais Locais” de cada relatório regional e do relatório complementar *Orientações e Estudos de Caso para a Integração ASG: Renda variável e Renda Fixa*.

PESQUISA: O CÍRCULO CENTRAL

Análise qualitativa

- **Questionários para empresas:** Questionários enviados para as empresas com o propósito de coletar mais dados e informações ASG quando o nível da divulgação ASG para o público não é adequado. Os questionários são usados em paralelo com reuniões regulares com as empresas, durante as quais os investidores e as empresas discutem as questões ASG mais relevantes.
- **Sinais de alerta:** Títulos com alto risco ASG são marcados em listas, notas de pesquisa, painéis de controle e bancos de dados.
- **Listas de monitoramento:** Títulos com alto risco ASG são colocados em uma lista para monitoramento regular.
- **Pesquisa interna de ASG:** Com base em várias fontes de dados, pesquisa/visões/scores ASG proprietários são criados para todos os títulos da carteira e do universo de investimento.
- **Análise SWOT:** Fatores ASG são incluídos na análise SWOT (pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças) tradicional.
- **Matriz de relevância:** Uma matriz de relevância/sustentabilidade é criada, incluindo todos os principais riscos e oportunidades ASG para cada setor/país. Esta matriz é consultada para a tomada de decisões de investimento e é atualizada regularmente.
- **Nota de pesquisa integrada em ASG:** Notas de pesquisa/notas de crédito consistem de informações e análises financeiras tradicionais e de ASG.
- **Painel de controle centralizado de pesquisa:** Dados financeiros tradicionais e de ASG são mantidos em uma plataforma (painel de controle/banco de dados) para que os profissionais possam analisar fatores financeiros tradicionais e fatores ASG concomitantemente.
- **Pauta ASG em reuniões (de comitês):** Equipes de investimento (e possivelmente equipes/especialistas ASG) têm um tópico dedicado a ASG em todas as pautas de reuniões. Os comitês se reúnem para discutir estratégia ASG, o desempenho ASG das carteiras e/ou títulos controversos.

Atuação engajada de investidores

- **Voto:** Este processo estruturado captura todos os direitos a voto e aplica uma análise rigorosa às deliberações da administração e dos acionistas antes das votações. Além de ser aplicado ao voto, este processo pode ser empregado para o envio de resoluções nas quais outros acionistas podem votar.
- **Engajamento individual/colaborativo:** O engajamento captura quaisquer interações entre o investidor e as atuais ou potenciais empresas investidas envolvendo fatores ASG e estratégias relacionadas, com o objetivo de aprimorar (ou identificar a necessidade de influenciar) as práticas ASG e/ou melhorar a divulgação ASG. Envolve um processo estruturado que inclui o diálogo com e o monitoramento contínuo das empresas. Tais interações podem ser realizadas individualmente ou com outros investidores.

TÍTULOS: O CÍRCULO DO MEIO

Valuation – renda variável

- **Dados financeiros projetados:** Dados financeiros projetados (tais como receita, custo operacional, valor patrimonial dos ativos, e CAPEX) são ajustados para o impacto esperado dos fatores ASG.
- **Variáveis do modelo de *valuation*:** Variáveis do modelo de *valuation* (como taxas de desconto, taxa de crescimento na perpetuidade, valor residual) são ajustados para o impacto esperado dos fatores ASG.
- **Múltiplos de *valuation*:** Múltiplos de *valuation* são ajustados para calcular os múltiplos de *valuation* “integrados em ASG”. Tais múltiplos são então utilizados para calcular o valor dos títulos.
- **Múltiplos financeiros projetados:** Dados financeiros projetados e estimativas de fluxo de caixa futuro são ajustados pela análise ASG, e seu efeito sobre os múltiplos financeiros é avaliado.
- **Sensibilidade dos títulos/análise de cenário:** Variáveis são ajustadas (análise de sensibilidade) e diferentes cenários ASG são aplicados (análise de cenário) aos modelos de *valuation* para comparar a diferença entre o *valuation* dos títulos no caso-base e o *valuation* integrado em ASG.

Valuation – renda fixa

- **Análise de crédito**
 - **Avaliações internas de crédito:** A análise de ASG é utilizada para ajustar as avaliações internas de crédito dos emissores.
 - **Dados financeiros projetados e múltiplos:** Dados financeiros projetados e estimativas de fluxo de caixa futuro são ajustados pela análise ASG, e seu efeito sobre os múltiplos financeiros é avaliado.
 - **Ranking relativo:** A análise ASG tem impacto sobre o *ranking* de um emissor em relação a um determinado grupo de pares.

- **Análise relativa de valor/de *spread*:** Os *spreads* ASG dos títulos de dívida de um emissor e seu valor são comparados com os de seus pares do mesmo setor para se analisar se todos os fatores de risco estão precificados.
- **Análise de *duration*:** O impacto dos fatores ASG sobre os títulos de dívida de um emissor com diferentes *durations*/vencimentos é analisado.
- **Sensibilidade dos títulos/análise de cenário:** Ajustes a variáveis (análise de sensibilidade) e diferentes cenários ASG (análise de cenário) são aplicados aos modelos de *valuation* para comparar a diferença entre o *valuation* dos títulos no caso-base e o *valuation* integrado em ASG.

CARTEIRA: O CÍRCULO EXTERNO

Gestão de risco

- **Exposições e limites ASG e de riscos financeiros:** Empresas, setores, países e moedas são analisados com frequência e monitorados para a ocorrência de mudanças nos riscos e nas oportunidades ASG e para a violação nos limites de risco.
- **Análise de valor em risco (VaR):** A análise ASG alimenta modelos de VaR.
- **Análise de cenário da carteira:** Diferentes cenários ASG são testados para avaliar o impacto dos fatores ASG sobre o risco e o retorno da carteira.

Formação da carteira

- **Perfil ASG (em relação ao *benchmark*):** O perfil ASG das carteiras é examinado para os títulos com altos riscos ASG e avaliado com relação ao perfil ASG de um *benchmark*.
- **Pesos na carteira:** Os pesos de empresas, setores, países e/ou moedas são ajustados na carteira para mitigar as exposições a riscos ASG e evitar a violação de limites de risco ASG e outros riscos.
- **Análise de cenário da carteira:** Diferentes cenários ASG são testados para avaliar o impacto dos fatores ASG sobre o risco e o retorno da carteira.

Alocação de ativos

- **Alocação estratégica de ativos:** As estratégias de alocação de ativos são incluídas nos objetivos e nas análises ASG para mitigar de forma progressiva os riscos ASG e aprimorar o desempenho financeiro.
- **Alocação tática de ativos:** As estratégias de alocação tática de ativos são incluídas nos objetivos e nas análises ASG para mitigar os riscos ASG de curto prazo.
- **Análise de cenário da carteira:** Diferentes cenários ASG são testados para avaliar o impacto dos fatores ASG sobre as alocações tática e estratégica de ativos.

PARTE 1

**PRÁTICAS GLOBAIS DE
INTEGRAÇÃO ASG: ANÁLISE
DE RENDA VARIÁVEL E
ANÁLISE DE RENDA FIXA**

CAPÍTULO 1

INTEGRAÇÃO ASG – VISÃO GERAL

O QUE É A INTEGRAÇÃO ASG?

Os profissionais da área utilizam diferentes siglas, expressões e práticas para falar da integração ASG. Assim, fica difícil para os profissionais que não são da área ASG saber se estão realizando a integração ASG. Expressões como *investimento sustentável*, *investimento ASG*, *investimento socialmente responsável (ISR)*, *investimento verde*, *investimento ético* e *investimento de impacto* são geralmente utilizadas com o mesmo significado.

Nesta publicação, a *integração ASG* é definida como “a inclusão sistemática e explícita de fatores ASG na análise e nas decisões de investimento”. É uma abordagem holística da análise de investimento, na qual os fatores relevantes — fatores ASG e fatores financeiros tradicionais — são identificados e avaliados para se compor de uma decisão de investimento.

A integração ASG tradicionalmente possui três componentes:

1. **Pesquisa:**

- Coleta de informações:* Os profissionais reúnem informações financeiras e ASG de várias fontes (incluindo, mas não se limitando a, relatórios corporativos e pesquisa terceirizada de investimento).
- Análise de relevância:* Os profissionais analisam informações financeiras e ASG para identificar os fatores financeiros e ASG relevantes que afetam uma empresa, um setor e/ou um país.
- Avaliação da atuação engajada de investidores:* Os profissionais discutem fatores financeiros tradicionais e ASG relevantes com empresas/emissores e monitoram o resultado das atividades de engajamento e/ou voto.

2. **Análise da carteira e dos títulos:** Os profissionais avaliam o impacto de fatores ASG e financeiros relevantes sobre o desempenho corporativo e de investimento de uma empresa, um setor, país e/ou de uma carteira. Tal avaliação pode levar a ajustes em dados financeiros projetados, variáveis do modelo de *valuation*, múltiplos de *valuation*, quocientes financeiros projetados, avaliações internas de crédito e/ou pesos da carteira (consulte “Análise Qualitativa versus Análise Quantitativa” para mais informações).

3. **Decisão de investimento:** Os fatores financeiros tradicionais e ASG relevantes identificados e avaliados influenciam a decisão de comprar/aumentar o peso, manter o título/manter o peso, vender/reduzir o peso, ou fazer nada/não investir.

O QUE A INTEGRAÇÃO ASG NÃO É

A integração ASG não significa que:

- O investimento em certos setores, países e empresas é proibido;
- Os retornos da carteira são sacrificados para a aplicação de técnicas de integração ASG;

- Fatores ASG irrelevantes afetem decisões de investimento e fatores financeiros tradicionais sejam ignorados; ou
- Seja necessário realizar grandes mudanças no seu processo de investimento.

A integração ASG não proíbe o investimento em certas empresas, certos setores ou países

Alguns profissionais acreditam que integração ASG e filtro de exclusão sejam a mesma coisa. No entanto, estas práticas têm duas diferenças fundamentais:

- Uma abordagem possivelmente reduz o universo de investimento; a outra, não.
- Uma abordagem é sobre “valores”; a outra, sobre “valor”.

O filtro de exclusão é implementado por meio de uma política que reduz o universo de investimento. A política é aplicada no nível da empresa ou do fundo e inclui:

- Uma lista de práticas, produtos e/ou serviços proibidos; e
- Regras que identificam setores, países e empresas nos quais o investimento é proibido.

Tradicionalmente, o filtro de exclusão é implementado *antes* da realização de qualquer análise de investimento. É o oposto da integração ASG, na qual as informações financeiras e ASG são incluídas no processo de seleção dos títulos e de formação da carteira, e todas as empresas e todos os setores e/ou países no universo de investimento podem ser comprados e vendidos.

Retornos da carteira não são sacrificados para a aplicação de técnicas de integração ASG

Um componente importante da integração ASG é a redução de risco e/ou o aumento dos retornos. Profissionais aplicam técnicas de integração ASG para descobrir riscos ocultos que podem não ser descobertos sem a análise de informações e tendências ASG.

Profissionais da área também procuram oportunidades de investimento para aumentar os retornos. Por exemplo, alguns profissionais analisam as empresas do setor automotivo para ver como reagem às tendências de eletrificação dos carros e incluem esta avaliação em suas projeções de receita. Outro exemplo é o profissional que investe em empresas com forte gestão ASG e que provavelmente terão desempenho melhor do que suas concorrentes no longo prazo.

Fatores ASG irrelevantes não afetam as decisões de investimento

Outro componente importante da integração ASG é a relevância. Os profissionais avaliam todos os fatores relevantes — tanto os fatores financeiros tradicionais quanto os ASG — para identificar riscos e oportunidades de investimento que muito provavelmente afetarão o desempenho corporativo e o desempenho do investimento:

- Se os fatores financeiros tradicionais e os fatores ASG são analisados e considerados relevantes, realiza-se uma avaliação de seu impacto.
- Se os fatores financeiros tradicionais e os fatores ASG são analisados e considerados irrelevantes, a avaliação não é realizada.

Os profissionais avaliam vários fatores para julgar se os fatores ASG são relevantes, incluindo:

1. **Considerações sobre o setor e o país:** Fatores ASG relevantes são comumente associados a certos setores e países. Incluem mudanças regulatórias e tecnológicas associadas à atividade de negócio das empresas de um determinado setor ou aos mercados que a empresa supre ou onde vende seus produtos.
2. **Considerações sobre a empresa:** Fatores ASG relevantes relacionados a um setor podem não ser válidos para todas as empresas do setor porque:
 - fatores ASG relevantes das linhas de negócios de uma empresa que não estejam relacionadas ao setor podem acabar pesando mais do que os fatores ASG relevantes das linhas de negócios relacionadas ao setor;
 - produtos e/ou serviços de uma empresa que se beneficiam de tendências ASG podem acabar mitigando ou pesando mais do que o risco ASG associado ao seu setor; ou
 - uma forte gestão ambiental e social e a boa governança de uma empresa podem acabar mitigando o risco ASG associado ao seu setor.
3. **Considerações sobre horizontes de tempo:** Os profissionais que investem no longo prazo provavelmente integram fatores ASG com maior frequência do que os investidores de curto prazo, pois os fatores ASG tendem a ser de baixa frequência e alto impacto, direcionando o desempenho de longo prazo.

Não é necessário realizar grandes mudanças no processo e nas práticas de investimento

A integração ASG é um complemento útil para o processo e as práticas atuais de investimento. A principal contribuição ao processo são a coleta e análise de informações ASG, necessárias para compreender os principais fatores ASG que afetam uma empresa, um setor ou um país.

Alguns profissionais desenvolvem novos modelos de *valuation* para incluir informações ASG. Outros incluem informações ASG em seus modelos existentes.

ANÁLISE QUALITATIVA VERSUS ANÁLISE QUANTITATIVA

A integração ASG é geralmente implementada utilizando-se abordagens e análises mais qualitativas do que quantitativas. Cada vez mais, no entanto, os profissionais estão quantificando e integrando fatores ASG no *valuation* de empresas/emissores.

Alguns exemplos da utilização, pelos profissionais, de análise qualitativa de fatores ASG para fundamentar decisões de investimento:

- A análise ASG de uma empresa ou país é estudada em conjunto com a análise de investimento desta mesma empresa ou do mesmo país para fundamentar decisões de “compra/venda/manutenção/não investimento”. Por exemplo, uma empresa ou um país considerados ruins com base em seu desempenho ASG e em sua análise de *valuation*, poderiam resultar em um sinal de “venda” ou “não investir”. Se a mesma empresa ou o mesmo país são considerados

ruins com base em seu desempenho ASG, mas bons em sua análise de *valuation*, o resultado poderia ser uma análise mais aprofundada da empresa ou do país antes da tomada de decisão.

- A análise ASG pode ser o fator decisivo entre duas empresas ou dois países que do contrário seriam considerados idênticos. Se todos os outros fatores são iguais, o profissional escolherá a empresa ou o país que tiver melhor desempenho na análise ASG.
- Os profissionais investem em títulos subvalorizados que têm uma oportunidade de se superar com base em uma melhora no desempenho ASG e se desfazem de papéis supervalorizados que podem ter desempenho ruim com base na deterioração de seus indicadores ASG.
- Se uma empresa tem uma pontuação/avaliação ASG baixa em certos fatores ASG, o engajamento com a empresa pode melhorar estes fatores, resultando em uma decisão de compra/manutenção.
- A análise ASG pode influenciar o vencimento do título de dívida que o investidor compra.

Alguns exemplos da utilização, pelos profissionais, de análise quantitativa de fatores ASG para fundamentar decisões de investimento:

- A análise de ASG é utilizada para ajustar as avaliações internas de crédito de uma empresa ou de um país.
- Ajustes temporários para cima ou para baixo em dados financeiros projetados, variáveis do modelo de *valuation*, múltiplos de *valuation*, quocientes financeiros projetados e/ou pesos da carteira são realizados para as análises/pontuações ASG por meio da análise de sensibilidade.
- Ajustes permanentes para cima ou para baixo em dados financeiros projetados, variáveis do modelo de *valuation*, múltiplos de *valuation*, quocientes financeiros projetados e/ou pesos da carteira são realizados para as análises/pontuações ASG.
- Ajustes em dados financeiros projetados, variáveis do modelo de *valuation*, múltiplos de *valuation*, quocientes financeiros projetados e/ou pesos da carteira são realizados por meio de cenários.
- Dados/análises ASG são utilizados como um fator, em modelos quant/investimento em fatores, que tem impacto sobre as decisões de formação da carteira.
- Técnicas estatísticas são utilizadas para identificar a relação entre fatores ASG e/ou pontuações ASG agregadas e movimentações futuras no preço de um ativo e/ou nos fundamentos da empresa. O resultado pode ser a criação de regras sistemáticas que levem a recomendações de pesos para a carteira.
- O beta dos títulos de dívida com níveis mais altos/mais baixos de risco ASG é ajustado para baixo/para cima para que a quantidade que os investidores conseguem manter nas carteiras seja maior/menor do que o calculado anteriormente.

INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL VERSUS INVESTIMENTO EM RENDA FIXA

Práticas de investimento

Atualmente, os profissionais da renda fixa praticam menos a integração ASG do que seus colegas da renda variável. A pesquisa CFA-PRI, realizada entre 2017 e 2018³, mostrou que um percentual mais alto

³ O CFA Institute e os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) contrataram a empresa YouGov para realizar uma pesquisa global sobre integração ASG. A pesquisa consistiu de perguntas para mensurar as ações do investidor com relação à integração ASG e também para compreender melhor a forma como a integração ASG é realizada na prática.

TABELA 1: ENTREVISTADOS QUE COM FREQUÊNCIA/SEMPRE INTEGRAM FATORES ASG RELEVANTES À SUA ANÁLISE DE INVESTIMENTO

	ANÁLISE DE RENDA VARIÁVEL	ANÁLISE DE CRÉDITO
Fatores de governança	56%	42%
Fatores ambientais	37%	27%
Fatores sociais	35%	27%

de **todos** os entrevistados com frequência/sempre integram fatores de governança, ambientais e sociais em sua análise de renda variável, em comparação com os entrevistados que com frequência/sempre integram tais fatores em suas análises de crédito (consulte a **Tabela 1**).

O resultado pode não surpreender. As práticas de investimento responsável — predominantemente o desinvestimento e as práticas de voto — eram aplicadas em primeiro lugar às estratégias fundamentalistas em renda variável. A integração ASG na renda variável começou a ganhar força no começo do século XXI, ao passo em que na renda fixa a integração ainda é incipiente, apesar de estar se expandindo com rapidez. Como resultado, a maior parte dos titulares de ativos e gestores de investimento procura integrar fatores ASG em suas carteiras e fundos de renda variável antes de se voltar para as carteiras e fundos de renda fixa.

O desenvolvimento tardio da integração ASG na renda fixa reflete uma visão já ultrapassada de que a integração ASG e a renda fixa sejam incompatíveis, com base em argumentos como:

- A complexidade inerente dos mercados de títulos de dívida — dado o tamanho maior do mercado, a variedade dos tipos de instrumentos, vencimentos e entidades emissoras — dificulta a integração de fatores ASG às avaliações de risco de crédito, principalmente a avaliação dos riscos de taxa de juros e de liquidez.
- Investidores de dívida privada não podem votar e encontram dificuldade em se engajar de maneira eficaz devido ao acesso limitado à administração, pois não possuem um processo formal de comunicação, tal como a assembleia geral de acionistas; ao passo em que investidores de dívida pública têm dificuldade em se engajar com os emissores da dívida, como governos.
- Os fatores ASG impactam os preços dos títulos de dívida com menor frequência porque:
 - a baixa liquidez no mercado de crédito (principalmente se comparado aos mercados de renda variável) dificulta a compra ou venda de títulos de dívida com base em notícias sobre controvérsias ambientais, sociais e de governança; e
 - fatores financeiros tradicionais (taxas de juros, inflação, etc) são a principal influência sobre os preços e, portanto, não há a necessidade de se analisar fatores ASG.

Estas visões estão mudando gradativamente conforme um número cada vez maior de profissionais incorpora fatores ASG a carteiras e fundos de renda fixa. É claro que os profissionais da renda fixa ainda não podem votar, mas eles se engajam.⁴ Gestores de carteira e analistas de crédito contatam as

⁴ PRI (2018). *Engajamento ASG para investidores da renda fixa – administrando os riscos, ampliando os retornos (em inglês)*. <https://www.unpri.org/fixed-income/esg-engagement-for-fixed-income-investors-managing-risks-enhancing-returns-/2922.article>

empresas com frequência e fazem reuniões presenciais com a administração, às vezes com a presença dos gestores de carteira e analistas de renda variável, e também em *roadshows*. No entanto, ainda é raro ver um grupo de profissionais da renda fixa realizar engajamento colaborativo com as empresas, ou mesmo se engajar com emissores de dívida soberana.

Na renda fixa, uma das principais aplicações dos dados ASG é fundamentar a análise de solvência do emissor. Alguns profissionais já integram fatores ASG à sua análise de risco de taxa de juros ao avaliar títulos de dívida com vários vencimentos emitidos pelo mesmo emissor. Para alguns emissores, os fatores ASG relevantes associados a um título de 5 anos serão diferentes daqueles associados a um de 10 anos.

O fato de que os profissionais já integram fatores ASG à sua análise de renda fixa sugere que acreditem que tais fatores podem ser relevantes e portanto podem afetar os retornos dos títulos de dívida. A pesquisa CFA-PRI sustenta esta conclusão. **A Tabela 2** mostra que os entrevistados acreditam que os fatores ASG têm impacto sobre os preços de ações, de títulos privados e de títulos públicos, e que isto acontecerá com cada vez mais frequência daqui a cinco anos (2022).

TABELA 2: O IMPACTO DOS FATORES ASG EM 2017 E O IMPACTO ESPERADO PARA DAQUI CINCO ANOS (2022) SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES, YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS E YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS

	CAUSOU IMPACTO EM 2017	CAUSARÁ IMPACTO EM 2022
SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES		
Fatores de governança	58%	65%
Fatores ambientais	23%	52%
Fatores sociais	23%	46%
SOBRE OS YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS		
Fatores de governança	41%	53%
Fatores ambientais	15%	40%
Fatores sociais	15%	35%
SOBRE OS YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS		
Fatores de governança	35%	44%
Fatores ambientais	12%	31%
Fatores sociais	18%	32%

Nota: Os percentuais representam os entrevistados que responderam “com frequência” ou “sempre”.

Fatores ASG

A Tabela 2 também mostra que os profissionais acreditam que os fatores ambientais, sociais e de governança impactam com maior frequência os preços de ações do que os preços dos títulos de dívida. Alguns argumentos destes profissionais para sustentar estes resultados são os seguintes:

1. Os preços das ações reagem mais ao fluxo de notícias e ao sentimento do mercado do que os preços dos títulos de dívida. Quando um evento controverso impacta uma empresa e se torna de conhecimento público, o efeito sobre o preço das ações da empresa é maior do que o efeito sobre o preço dos títulos de dívida desta mesma empresa.
2. O mercado de renda variável é mais líquido e mais volátil do que o mercado de crédito. Portanto, os fatores ASG têm um impacto mais imediato sobre o preço de ações do que de títulos de dívida.
3. A demanda dos clientes é maior por produtos de renda variável com mandatos ASG. Assim, os fluxos dos ativos direcionam os preços das ações mais do que os preços dos títulos de dívida.
4. O potencial de valorização de um título de dívida é limitado, o que pode funcionar como um amortecedor contra movimentos nos preços destes títulos.
5. Fatores macroeconômicos, em particular as taxas de juros, são os principais direcionadores dos preços dos títulos de dívida e se sobrepõem ao impacto dos fatores ASG.
6. Devido ao tamanho do mercado de renda fixa, a variedade de tipos de instrumentos, vencimentos, posicionamento da estrutura de capital e entidades emissoras, os fatores ASG que impactam um emissor podem se manifestar de formas diferentes, dependendo das características do título de dívida.

Ao comparar os números para títulos privados e títulos públicos, os resultados sugerem que fatores ambientais, sociais e de governança impactam os preços dos títulos públicos com menor frequência do que os títulos privados, mas a diferença é pequena.

É interessante notar que os fatores sociais são considerados como tendo impacto mais frequente do que os fatores ambientais sobre os *yields* dos títulos públicos tanto em 2017 como em 2022. Considera-se que fatores sociais e ambientais impactam os preços de ações e *yields/spreads* de títulos privados com quase a mesma frequência hoje, mas em 2022 os fatores ambientais terão mais impacto do que os fatores sociais.

ASG NA ANÁLISE DE RENDA VARIÁVEL

Tradicionalmente, os profissionais ASG aplicam a análise ASG qualitativa para fundamentar decisões de investimento. Utilizam pesquisa interna e terceirizada para criar pontuações proprietárias individuais para fatores ambientais, sociais e de governança, que também são ponderados para criar uma pontuação ASG agregada para cada empresa da carteira e do universo de investimento. Vários profissionais do setor ASG realizam com regularidade reuniões dedicadas ao tema para discutir estas pontuações proprietárias e suas análises complementares a fim de analisar o potencial impacto dos fatores ASG sobre o desempenho corporativo e de investimento de empresas e setores.

Estratégias sistemáticas – *quant* e *smart beta*

Apesar de a integração ASG ser historicamente associada somente a estratégias fundamentalistas, as estratégias *quant* e *smart beta* já integram, hoje, fatores ASG em seus modelos de *valuation* e decisões de investimento. Conforme os dados ASG se tornam mais comuns, estatisticamente mais precisos e comparáveis, mais gestores devem utilizar técnicas estatísticas para identificar correlações entre fatores ASG e movimentos de preço que possam gerar alfa e/ou reduzir risco.

Gestores que utilizam estratégias *quant* e que fazem integração ASG já criaram modelos que integram fatores ASG a outros fatores tais como valor, tamanho, *momentum* (ímpeto), crescimento e volatilidade. Dados ASG são incluídos em seu processo de investimento e podem resultar no ajuste para cima ou para baixo nos pesos de títulos, incluindo ajuste para zero.

As estratégias *quant* e *smart beta* utilizam duas abordagens principais para a integração de fatores ASG em modelos quantitativos, que envolvem o ajuste dos pesos de:

- Títulos com baixa classificação ASG para zero, com base em pesquisa que relaciona fatores ASG a risco de investimento e/ou retornos ajustados para risco; e
- Cada título no universo de investimento, de acordo com a relação estatística entre o conjunto de dados ASG e outros fatores.

Estratégias fundamentalistas

Profissionais fundamentalistas do *buy-side* e corretores de *sell-side* integram fatores ASG, além de todos os outros fatores relevantes, aos seus modelos absolutos e relativos de *valuation*. Indicam suas visões sobre o impacto dos fatores ASG e dos fatores financeiros tradicionais sobre os *valuations* das empresas ao ajustar taxas de crescimento futuro da receita, custos operacionais futuros, CAPEX futuro, taxas de desconto, valor residual e outras variáveis.

Receita

Para projetar a receita, os profissionais geralmente observam a velocidade com que o setor está crescendo e se a empresa específica ganhará ou perderá *market share*. Integram então fatores ASG a estas projeções, aumentando ou reduzindo a taxa de crescimento de receita da empresa em um montante que reflita o nível de oportunidades ou riscos de investimento.

Custos operacionais, margem operacional e margem EBIT

Os profissionais preveem a influência de fatores ASG sobre custos operacionais futuros e ajustam os custos diretamente ou ajustam a margem de lucro operacional/margem EBIT (lucro antes de juros e impostos, em inglês). Alguns custos operacionais podem ser explicitamente projetados, mas dependendo do nível da divulgação das empresas pode ser necessário ajustar a margem operacional. Por exemplo, pode-se reduzir os custos operacionais futuros da empresa devido à variedade de iniciativas que reduzirão seu consumo de energia e sua dependência de combustíveis fósseis.

Valor patrimonial e provisão para impairment

Fatores ASG podem influenciar o fluxo de caixa esperado de ativos, como, por exemplo, forçando seu encerramento permanente ou por longo prazo e, portanto, podem alterar seu valor presente líquido. O impacto muito provavelmente será uma redução neste valor, resultando em uma provisão de *impairment* para reduzir o valor patrimonial da empresa e, portanto, reduzindo não somente o valor do ativo mas também o lucro da empresa para o exercício durante o qual a provisão extraordinária e não-caixa de *impairment* é reconhecida na demonstração do resultado.

CAPEX

O profissional pode acreditar que fatores ASG levarão uma determinada empresa a reduzir ou ampliar seu CAPEX futuro.

Valor residual

Fatores ASG podem fazer com que os profissionais acreditem que uma empresa ou sua linha de negócio não existirão para sempre. Nestes casos, o profissional pode reduzir o valor residual para um patamar mais baixo ou para zero, respectivamente.

Ajuste de beta e da taxa de desconto

Alguns profissionais ajustam o beta ou a taxa de desconto utilizados em modelos de *valuation* de empresas para que reflitam fatores ASG. Esta técnica é ideal quando há um risco ASG aparente para a empresa, mas é difícil precificá-lo em seu *valuation*. Uma abordagem utilizada pelos profissionais é fazer uma análise de pares com empresas dentro do setor e então classificá-las utilizando fatores ASG. O profissional pode então aumentar/reduzir o beta ou a taxa de desconto das empresas consideradas como de alto/baixo risco ASG, conseqüentemente reduzindo/aumentando o valor justo.

ASG NA ANÁLISE DE RENDA FIXA

No início, os profissionais dos títulos privados adaptavam a matriz de relevância/sustentabilidade e as técnicas ASG utilizadas pelos profissionais da renda variável. Esta abordagem ainda existe e é importante até hoje.

Mais recentemente, as técnicas de integração ASG aplicadas pelos profissionais da renda fixa vêm se tornando mais sofisticadas, e alguns profissionais já adaptaram totalmente seus processos e análises para integrar fatores ASG.

Aspectos adicionais devem ser considerados na análise de riscos e oportunidades ASG no investimento em renda fixa em comparação com o investimento em renda variável. Títulos de dívida têm vários formatos e tamanhos, com diferentes tipos de emissor, qualidade de crédito, *duration*, cronogramas de pagamento, opções embutidas, prioridade de pagamento, moedas e garantias. Os preços dos títulos de dívida são fortemente influenciados por fundamentos, fatores macroeconômicos, taxas de juros e liquidez, o que exige uma análise multicamadas dos riscos de crédito, de taxa de juros, de curva de *yield* e de liquidez.

Todas estas variáveis demandam um sólido entendimento de como os fatores ASG podem afetar um título. Por exemplo, devido à natureza de longo prazo dos riscos ASG, títulos de dívida de curto prazo emitidos por uma empresa podem ser um bom investimento enquanto os de longo prazo podem não sê-lo, se o profissional perceber que o risco ASG não se materializará nos próximos cinco anos.

Análise de crédito corporativo

Não surpreende o fato de que a frequência do impacto de fatores ambientais, sociais e de governança sobre os preços dos títulos de dívida e de ações de uma empresa seja a mesma. Os fatores ASG relevantes para uma empresa permanecem os mesmos independentemente de o investidor ser acionista ou credor. Por exemplo, saúde e segurança são um dos principais fatores ASG para empresas mineradoras e seus proprietários e credores (a **Figura 2** traz exemplos de fatores ASG analisados por investidores de renda variável e títulos privados).

Isto se reflete na abordagem utilizada por alguns profissionais. Matrizes de relevância/sustentabilidade – uma lista, revisada regularmente, de fatores ASG específicos do setor e/ou do país – são compartilhadas por profissionais da renda fixa privada e da renda variável para identificar fatores ASG relevantes. Nos casos em que os titulares de ativos e gestores de investimento mobilizam equipes dedicadas de ASG, os profissionais da renda fixa e da renda variável compartilham tal recurso e utilizam a mesma pesquisa ASG sobre a empresa. Outros profissionais adaptam as matrizes de relevância/sustentabilidade utilizadas por equipes de renda variável nas quais as questões relevantes podem ser diferentes para emissores de títulos privados (p.ex., a gestão de inovação pode ser menos relevante), principalmente ao se considerar o *duration* dos títulos.

Os profissionais utilizam matrizes de relevância/sustentabilidade e pesquisa ASG da empresa para fazer a análise de risco de crédito. Poucos profissionais analisam o impacto dos fatores ASG sobre os riscos de taxas de juros, de curva de *yield* e de liquidez.

Os profissionais avaliam o impacto dos fatores ASG sobre a capacidade da empresa de pagar suas dívidas e passivos. Sua principal abordagem é utilizar pontuações ASG terceirizadas ou proprietárias juntamente com a análise de crédito tradicional ao tomar decisões de investimento. Alguns profissionais embutem sua pesquisa e suas pontuações ASG das empresas em avaliações internas de crédito. Quando o fazem, os fatores ASG podem influenciar avaliações de crédito e decisões de investimento.

Em uma escala menor, o impacto dos fatores ASG está sendo quantificado nos processos de formação de carteira e na análise fundamentalista de crédito. As ferramentas de formação de carteira examinam como os fatores ASG influenciam fatores macroeconômicos e de mercado. O impacto sobre a carteira se dá por meio dos pesos dos setores e das empresas.

FIGURA 2: EXEMPLOS DE FATORES ASG ANALISADOS POR INVESTIDORES DE RENDA VARIÁVEL E DE TÍTULOS PRIVADOS

FATORES DE GOVERNANÇA	FATORES SOCIAIS	FATORES AMBIENTAIS
Integridade do negócio	Direitos humanos	Mudanças climáticas
Direitos dos acionistas	Relações com empregados	Biodiversidade
Remuneração de executivos	Mão-de-obra qualificada	Recursos energéticos e gestão de energia
Práticas de auditoria	Saúde e segurança	Capacidade biológica e qualidade do ecossistema
Independência e experiência do conselho	Diversidade	Poluição do ar
Dever fiduciário	Relações com clientes	Recursos naturais
Transparência/prestação de contas	Responsabilidade sobre o produto	Recursos hídricos e poluição da água
Transações com partes relacionadas		
Estruturas acionárias de duas classes		
Práticas fiscais		

Através da análise fundamentalista de crédito, os quocientes principais são ajustados para os fatores ASG. Os profissionais analisam estes quocientes de crédito para entender se a solvência da empresa está se deteriorando ou melhorando e, por fim, para observar o impacto em potencial sobre as classificações de risco e os *spreads* de crédito.

Análise de crédito soberano

Comparadas à sua utilização com títulos privados, as práticas de integração ASG para títulos públicos são menos difundidas.

Atualmente, a baixa adoção da integração ASG por profissionais da dívida soberana se deve, em parte, à falta de compreensão sobre como se integrar fatores ASG aos títulos públicos. Ao contrário de alguns profissionais que trabalham com títulos privados, os que investem em títulos públicos não conseguem simplesmente pegar técnicas e matrizes de relevância/sustentabilidade emprestadas de seus colegas da renda variável, o que poderia acelerar o processo de integração. Provavelmente será necessário expandir as atuais ou criar novas matrizes para fatores específicos de cada país.

A falta de compreensão pode ser exacerbada pelas dificuldades expressadas pelos profissionais para se obter dados ASG de países em comparação com dados de empresas, principalmente dados ambientais (a **Figura 3** mostra as fontes de dados ASG utilizadas por investidores de títulos públicos). Assim, fica mais difícil para os profissionais avaliarem o desempenho ASG absoluto e relativo de um país e, conseqüentemente, converter dados e análises ASG em indicadores significativos que sirvam de apoio para suas práticas de integração ASG.

Outro motivo para o baixo nível de utilização do ASG na análise de crédito soberano se refere ao resultado da pesquisa CFA-PRI que sugere que os fatores ASG são menos relevantes para títulos públicos em comparação com seu impacto sobre ações e títulos privados (consulte a **Tabela 2**).

FIGURA 3: EXEMPLOS DE FONTES DE DADOS ASG PARA ANÁLISE DE CRÉDITO SOBERANO

Freedom House – pesquisa Freedom in the World
 Repórteres sem Fronteiras – Classificação Mundial de Liberdade de Imprensa
 Forum for a new World Governance – Índice Worldwide Governance
 Bündnis Entwicklung Hilft – Índice The World Risk
 Transparência Internacional – Índice de Percepção da Corrupção
 Banco Mundial – Índice Ease of Doing Business
 Programa de Desenvolvimento das Nações Unidas – Índice de Desenvolvimento Humano
 Fundo para a Paz – Índice Fragile State
 Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – Índice para uma Vida Melhor
 Organização Internacional do Trabalho – estatísticas sobre mão-de-obra, saúde e segurança
 Access Initiative e World Resources Institute – Índice de Democracia Ambiental
 Natural Resource Governance Institute – Índice Resource Governance
 Universidade de Yale – Índice de Desempenho Ambiental
 Conselho Mundial de Energia – Índice Energy Trilemma
 Fundo Monetário Internacional – relatórios de países
 UE – relatórios de países
 CIA (Estados Unidos) – World Factbook
 Fornecedores de pesquisa ASG
 Agências de classificação de risco

FIGURA 4: EXEMPLOS FATORES ASG ANALISADOS POR INVESTIDORES DE TÍTULOS PÚBLICOS

FATORES DE GOVERNANÇA	FATORES SOCIAIS	FATORES AMBIENTAIS
Solidez institucional	Direitos humanos	Efeitos das mudanças climáticas
Corrupção	Educação e capital humano	Recursos hídricos e poluição da água
Estabilidade de regime	Níveis de saúde	Biodiversidade
Estado de direito	Liberdades políticas	Recursos energéticos e gestão de energia
Segurança	Mudanças demográficas	Capacidade biológica e qualidade do ecossistema
Eficácia e qualidade regulatória	Níveis de emprego	Poluição do ar
Práticas contábeis	Expectativa de vida	Desastres naturais
Liberdade de imprensa	Exclusão social e disparidade pobreza/renda	Recursos naturais
Liberdades políticas e civis	Confiança na sociedade/nas instituições	
	Crime e segurança	
	Segurança alimentar	

Os profissionais podem acreditar que os fatores ASG não têm impacto sobre os preços de títulos públicos e, portanto, que a integração ASG não é aplicável. No entanto, a pesquisa CFA-PRI mostrou que fatores de governança, sociais e ambientais estão, sim, impactando os preços (a **Figura 4** traz exemplos dos fatores ASG analisados pelos investidores de títulos públicos).

Como já destacamos anteriormente, os entrevistados acreditam que os fatores sociais afetam com mais frequência os preços de títulos públicos do que os fatores ambientais (consulte a Tabela 2). É mais provável que os profissionais analisem as informações sociais de um país do que dados ambientais, principalmente porque a escala de tempo dos fatores sociais é mais alinhada ao horizonte de investimento para os títulos públicos. Dados sociais prontamente disponíveis também facilitam a integração de fatores sociais à análise de crédito soberano.

Apesar destes desafios, os profissionais vêm integrando fatores ASG à sua análise de crédito soberano. A maior parte destes profissionais realiza avaliações qualitativas de fatores ASG, utilizando pesquisa terceirizada e/ou interna, e estas avaliações então fundamentam decisões de investimento. A quantificação de fatores ASG na análise de crédito soberano não é difundida e é menos praticada do que quando realizada com a análise de crédito corporativo. A quantificação tende a ser realizada por meio da inserção de pesquisa e/ou pontuações ASG na análise de crédito de um emissor, o que pode levar a ajustes nas classificações de risco ou avaliações internas de crédito.

Outra abordagem comum para a análise de crédito soberano é avaliar os fatores ASG utilizando ferramentas de formação de carteira. Os fatores ASG podem então influenciar alocações para regiões e países, resultando em sinais *underweight*, neutros e *overweight*.

Além de analisar o impacto dos fatores ASG sobre a *capacidade* de um país pagar suas dívidas, os profissionais vêm utilizando informações ASG para avaliar a *disposição* do país para pagar suas dívidas. Por exemplo, um gestor de investimento que acredita que há uma relação entre o nível de corrupção de um determinado país e sua disposição para pagar pode utilizar tal relação como justificativa para ajustar as classificações de risco e perspectivas, por acreditar que não reflitam os níveis de corrupção daquele país.

Análise de crédito municipal

Práticas de integração ASG

O mercado de títulos públicos estaduais e federais é composto por qualquer nível do governo abaixo do governo nacional ou central. Inclui órgãos de regiões, províncias, estados ou municípios que emitem títulos de dívida. Este mercado nos Estados Unidos é formado principalmente por obrigações municipais. Chegando a aproximadamente US\$ 3,85 trilhões, o mercado de obrigações municipais dos Estados Unidos representa a maior parte do mercado global de obrigações municipais.⁵

Fatores ASG há muito tempo são utilizados para determinar a qualidade de crédito de um título de dívida na esfera municipal e para identificar riscos financeiros nas operações de um município ou para um determinado projeto público. A qualidade das práticas de governança e gestão do emissor são tradicionalmente uma constante na análise de crédito de qualquer emissor municipal. Os profissionais observam os níveis gerais de transparência e divulgação, corrupção, práticas orçamentárias sólidas e a utilização responsável da dívida (p.ex., monitoramento de passivos previdenciários de longo prazo e vencimentos municipais, implementação de planos acessíveis de capital, fortes controles financeiros). Podem enxergar com bons olhos uma equipe de gestão que faça uma divulgação robusta em comparação com seus pares.

A solidez na governança também pode ser avaliada para os emissores que pensam além das necessidades orçamentárias imediatas e que investem com o objetivo de fortalecer o sucesso econômico e a inclusão social de suas comunidades, uma vez que comunidades inclusivas demonstram melhor solvência e menor risco para os investidores. Assim, empréstimos municipais que trazem benefícios sociais podem compensar o impacto negativo das finanças temporariamente mais fracas.

Tanto para as obrigações em geral como para obrigações de receita (*revenue bonds*), problemas socioambientais podem afetar a capacidade do emissor de gerar receita a partir de impostos ou outros tipos de renda. Por exemplo, baixas taxas de formação no ensino médio, altas taxas de crimes violentos, falta de habitação acessível na comunidade e altas taxas de desemprego podem levar a um estresse de crédito no longo prazo. Fatores ambientais como a qualidade do ar na região e seus riscos à saúde da população; a qualidade da infraestrutura pública, como estações de tratamento de esgoto; ou o impacto de longo prazo das mudanças climáticas podem colocar em risco os fatores macro que afetam a capacidade do emissor de pagar sua dívida. Em geral, alguns profissionais acreditam que quanto mais alinhados às necessidades ambientais e sociais da população forem os objetivos ou projetos públicos de um município, maior é a probabilidade de que o município pague a obrigação.

Para obrigações de receita de projetos, os profissionais podem integrar também fatores ASG adicionais com base na utilização dos recursos provenientes dos títulos (por exemplo, colocar mais peso nos fatores ambientais para serviços de utilidade pública como eletricidade e água, e nos fatores sociais para educação e saúde).

Devido à cobertura limitada desta classe de ativos por prestadores de serviço de pesquisa, os profissionais geralmente utilizam seu próprio julgamento para determinar a relevância dos fatores ASG e integrá-los por meio do processo de pesquisa fundamentalista. Profissionais do mercado municipal podem depender mais de pesquisas realizadas por agências de classificação de risco, e podem integrar os fatores ASG ao expandir sua visão para incluir indicadores ambientais que capturem desafios locais e regionais relacionados a recursos.

⁵ SIFMA US Destaques Trimestrais IT18, abril de 2018. <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/04/US-Quarterly-Highlights-2018Q1-2018-04-06-SIFMA.pdf>

Análise de crédito estruturado

Práticas de integração ASG

Além dos títulos de dívida emitidos por governos e empresas, o mercado de renda fixa inclui papéis lastreados em um conjunto de ativos financeiros, tais como créditos imobiliários, contas a receber ou financiamentos de automóveis. Somente agora os profissionais estão começando a pensar em como integrar fatores ASG de forma sistemática à análise de crédito estruturado, principalmente porque a cobertura dos dados ASG está menos disponível para algumas das partes, inclusive as sociedades de propósito específico que emitem títulos, e por causa da complexidade inerente de se avaliar conjuntos de ativos subjacentes que podem chegar aos milhares.

O processo de integração tradicionalmente procura capturar riscos em vários níveis: no nível da transação, com relação ao originador/intermediário/emissor dos títulos; no nível do conjunto de “lastros” ou “coberturas” dos ativos subjacentes; e às vezes fundamentando uma visão da estrutura geral da transação. Alguns profissionais dão maior importância ao originador; outros, à qualidade de crédito do conjunto de ativos subjacentes. A abordagem varia para diferentes tipos de investimentos securitizados dependendo da garantia ou não do governo para a emissão, e com relação à composição geral ou aos níveis de concentração dos ativos da carteira de crédito.

No *nível da transação*, a análise ASG tem um papel importante para a determinação do perfil real de crédito ajustado para risco de uma securitização, pois permite compreender a estratégia de governança corporativa de cada uma das partes da transação. Por exemplo, os profissionais podem analisar as práticas de empréstimo das instituições financeiras originadoras da securitização, priorizando aquelas que possuem diretrizes claras para subscrição e um histórico positivo de serviço de empréstimos; e evitando as que aplicam práticas predatórias e que possuem gestão de risco e histórico de conformidade regulatória ruins, além de qualquer falha de conduta que possa levar a riscos de litígio e outras consequências adversas para a execução do empréstimo.

Práticas fortes de governança cobrem a transparência da gestão (p.ex., empresas de capital aberto com divulgação de demonstrações financeiras auditadas e detalhadas, cuja administração se comunica com frequência com os investidores), remuneração dos executivos e independência do conselho de administração (p.ex., um conselho diversificado e com controles apropriados). Os profissionais podem também avaliar se as partes utilizam a securitização como método de saída ou de transferência de risco, ou como uma fonte de captação da qual continuarão participando.

No *nível do conjunto de ativos, ou lastro*, os profissionais analisam como os fatores ASG podem afetar a sustentabilidade financeira do conjunto de ativos, tais como financiamentos de veículos e de imóveis.⁶ Apesar de a análise ser diferente para diferentes conjuntos de ativos, o objetivo é o mesmo – entender se existe qualquer risco ASG que não permitiria o desempenho esperado do conjunto de ativos, e determinar com precisão o valor destes riscos.

Dependendo da natureza do lastro, a análise ASG pode ter maior importância. Veja os exemplos a seguir:

- Ao analisar títulos lastreados em ativos ou contratos de energia, o profissional pode se concentrar no perfil de risco ambiental dos ativos subjacentes (p.ex., a fonte de geração de energia).

⁶ PRI 2014, *Guia para o Investidor da Renda Fixa* (em inglês). <https://www.unpri.org/fixed-income/fixed-income-investor-guide/30.article>

- Ao analisar títulos lastreados em propriedades imobiliárias comerciais ou residenciais, o profissional pode considerar fatores ambientais para uma propriedade específica ou no nível corporativo, dado o crescente impacto da regulamentação ambiental enfrentado por proprietários de imóveis em alguns mercados. Assim, o profissional pode analisar a eficiência energética de uma carteira de propriedades imobiliárias com relação a padrões como o *Energy Performance Certificate* (EPC) do Reino Unido ou o programa de certificação *Leadership in Energy & Environmental Design* (LEED) dos Estados Unidos.
- Na análise de títulos lastreados em financiamentos de veículos, falhas ambientais e de governança – como a fraude nos testes de emissões de poluentes do setor automotivo em 2015 – são avaliadas como um risco relevante para o valor dos automóveis em securitizações de financiamentos/*leasings* do setor.
- Ao analisar títulos lastreados em créditos ao consumidor em geral/empréstimos de cartão de crédito, o profissional tende a considerar riscos sociais – como empréstimo discriminatório e predatório, e práticas agressivas e enganosas de marketing – como fatores relevantes.

A quantificação de fatores ASG na análise de crédito estruturado fica limitada à função de auxiliar a identificar títulos com premissas mal precificadas de amortização antecipada, que podem acabar sendo negociados com desconto em relação ao valor intrínseco. Por exemplo, intermediários que são agressivos na abordagem de tomadores para refinanciamento, ou que possuem procedimentos simplificados para refinanciamento devem ser evitados, ou ser menos valorizados quando os títulos estiverem sendo negociados com prêmio. A análise qualitativa com foco na realização de *due diligence* completo das partes da transação pode garantir que não haja nenhum sinal de alerta para as partes associadas às transações, ao passo em que a análise dos ativos subjacentes pode ajudar no monitoramento do desempenho de uma transação durante todo o tempo em que o profissional estiver investido no título.

Muitas práticas mencionadas neste capítulo são demonstradas por analistas, gestores de carteira e investidores que compartilham a forma como integram ASG em suas análises e contam seus casos de integração ASG.

PARTE 2

INTEGRAÇÃO ASG NO BRASIL

CAPÍTULO 2

O IMPACTO DOS FATORES ASG NOS MERCADOS DE CAPITAIS E NAS PRÁTICAS DE INVESTIMENTO: DADOS DA PESQUISA

ATENÇÃO: Os resultados de pesquisa para o Brasil englobam somente 28 entrevistas, o que não consideramos uma amostra com significância estatística. Incluímos tais resultados aqui somente com finalidade informativa, e os resultados não devem ser compreendidos como um reflexo preciso do sentimento atual dos investidores brasileiros.

IMPACTO SOBRE OS PREÇOS E YIELDS

Com nossa pesquisa global sobre integração ASG, queríamos compreender com que frequência os investidores brasileiros consideram que fatores ambientais, sociais e de governança afetaram os preços de ações e *yields* de títulos de dívida no mercado brasileiro de capitais em 2017, e com que frequência acreditam que tais fatores terão impacto sobre os preços de ações e *yields* de títulos de dívida daqui a cinco anos (2022). Como era esperado, os entrevistados acreditam que a governança corporativa foi o fator que mais impactou os preços de ações e *yields* de títulos de dívida, com uma margem grande. No entanto, o resultado da pesquisa sugere que em 2022 a diferença entre o peso da governança corporativa e dos fatores ambientais e sociais diminuirá de forma significativa (Tabela 3).

Em linha com os resultados regionais, os fatores sociais são considerados como tendo impacto mais frequente do que os fatores ambientais sobre os *yields* dos títulos públicos tanto em 2017 como em 2022.

RISCOS E OPORTUNIDADES ASG

Perguntamos aos entrevistados no Brasil com que frequência riscos e oportunidades ASG afetam os preços de ações e *yields* de títulos de dívida no mercado brasileiro de capitais. Como vimos no nível regional, a governança corporativa é o fator levado em conta com maior frequência (Tabela 4).

No geral, os riscos ASG tiveram impacto sobre os preços de ações e *yields* de títulos de dívida com maior frequência do que as oportunidades ASG. Isto não acontece quando:

- Riscos e oportunidades sociais têm influência semelhante sobre os preços de ações;
- Riscos e oportunidades socioambientais têm influência semelhante sobre os *yields* de títulos públicos (o percentual de entrevistados que respondeu “com frequência” ou “sempre” para riscos e oportunidades ambientais é zero).

TABELA 3: O IMPACTO DOS FATORES ASG EM 2017 E O IMPACTO ESPERADO PARA DAQUI CINCO ANOS (2022) SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES, YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS E YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS

	CAUSOU IMPACTO EM 2017	CAUSARÁ IMPACTO EM 2022
SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES		
Fatores de governança	68%	80%
Fatores ambientais	20%	60%
Fatores sociais	16%	52%
SOBRE OS YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS		
Fatores de governança	43%	61%
Fatores ambientais	9%	48%
Fatores sociais	4%	30%
SOBRE OS YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PÚBLICOS		
Fatores de governança	43%	52%
Fatores ambientais	4%	26%
Fatores sociais	13%	30%

Nota: Os percentuais representam os entrevistados que responderam “com frequência” ou “sempre”.

TABELA 4: O IMPACTO DE RISCOS/OPORTUNIDADES ASG SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES, YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS E YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS

	"COM FREQUÊNCIA" OU "SEMPRE"
COM QUE FREQUÊNCIA RISCOS E OPORTUNIDADES ASG AFETAM OS PREÇOS DE AÇÕES?	
Riscos ambientais	20%
Oportunidades ambientais	4%
Riscos sociais	24%
Oportunidades sociais	24%
Riscos de governança	68%
Oportunidades de governança	52%
COM QUE FREQUÊNCIA RISCOS E OPORTUNIDADES ASG AFETAM OS YIELDS/SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS?	
Riscos ambientais	4%
Oportunidades ambientais	0%
Riscos sociais	4%
Oportunidades sociais	0%
Riscos de governança	43%
Oportunidades de governança	26%

(Continua)

TABELA 4: O IMPACTO DE RISCOS/OPORTUNIDADES ASG SOBRE OS PREÇOS DE AÇÕES, YIELDS/ SPREADS DE TÍTULOS PRIVADOS E YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS (CONTINUAÇÃO)

	"COM FREQUÊNCIA" OU "SEMPRE"
COM QUE FREQUÊNCIA RISCOS E OPORTUNIDADES ASG AFETAM OS YIELDS DE TÍTULOS PÚBLICOS?	
Riscos ambientais	0%
Oportunidades ambientais	0%
Riscos sociais	9%
Oportunidades sociais	9%
Riscos de governança	35%
Oportunidades de governança	26%

A UTILIZAÇÃO DE ASG POR GESTORES DE CARTEIRA E ANALISTAS FINANCEIROS

Para entender as práticas de investimento dos profissionais brasileiros, a pesquisa perguntou com que frequência os gestores de carteira e analistas financeiros brasileiros incluem fatores ASG relevantes na análise de renda variável e de crédito. Parece que a utilização de pesquisa ASG na análise de investimento acontece, em grande parte, em casos específicos no Brasil, sendo que poucos entrevistados disseram que “com frequência” ou “sempre” incluem fatores ASG em suas análises (**Figura 5**). Parece também que a utilização de informações ASG para ajustar modelos de *valuation* é rara entre gestores de carteira e analistas, sendo que a maioria dos entrevistados respondeu “nunca” ou “raramente” (**Figura 6**).

FIGURA 5: O IMPACTO DA ANÁLISE ASG SOBRE A ANÁLISE DE INVESTIMENTO

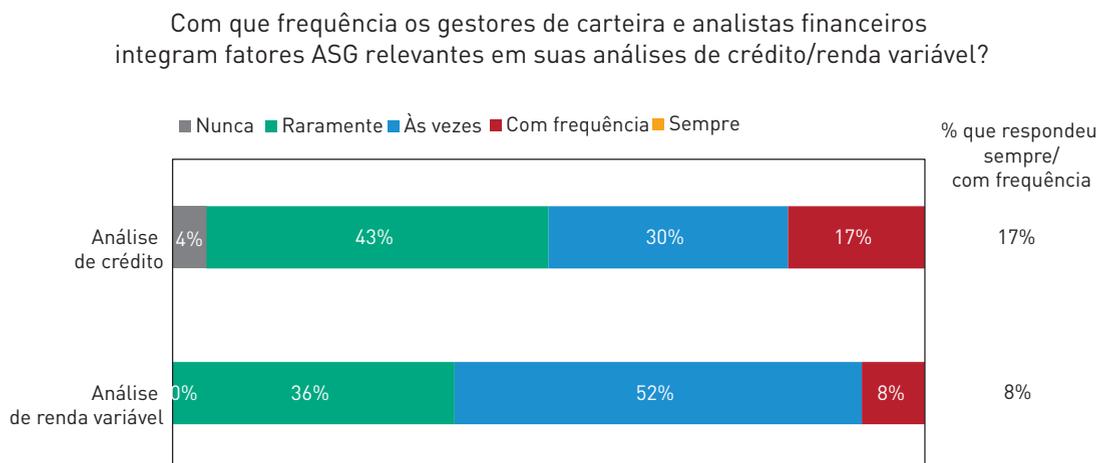
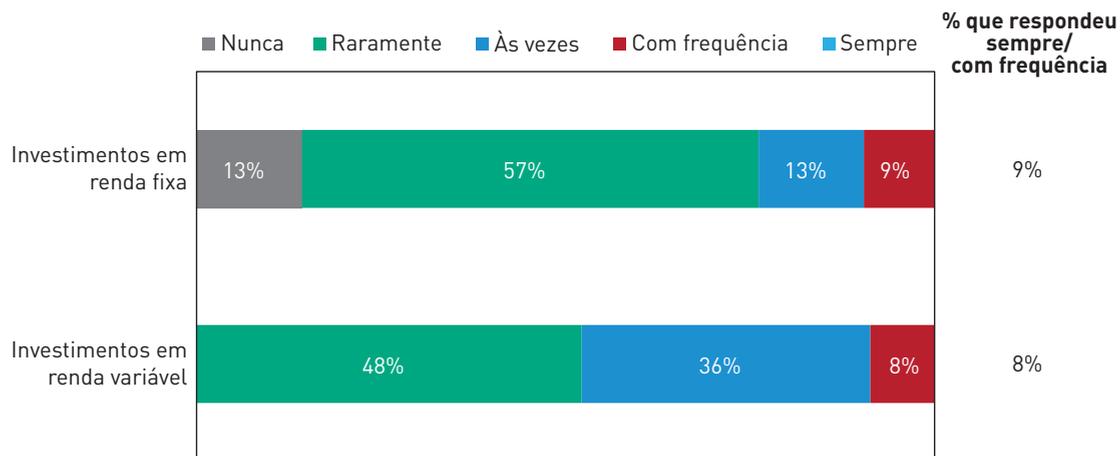


FIGURA 6: O IMPACTO DA ANÁLISE ASG SOBRE MODELOS/FERRAMENTAS DE VALUATION

Com que frequência gestores de carteira e analistas financeiros utilizam fatores ASG relevantes para ajustar seus modelos de valuation?



Quando comparamos o nível de integração ASG na renda variável com o nível de integração na renda fixa, os resultados sugerem que mais profissionais da renda variável do que da renda fixa “às vezes”, “com frequência” ou “sempre” integram fatores ASG relevantes à sua análise fundamentalista.

CAPÍTULO 3

DIRECIONADORES DA INTEGRAÇÃO ASG E BARREIRAS PARA SUA IMPLEMENTAÇÃO: DADOS DA PESQUISA E *FEEDBACK* SOBRE O *WORKSHOP*

O CFA Institute e o PRI agradecem ao Bradesco Asset Management por ajudar a organizar nosso workshop de integração ASG em São Paulo. Com seu auxílio, conseguimos trabalhar com investidores e analistas para entender melhor o cenário atual da integração ASG.



O CENÁRIO DA INTEGRAÇÃO ASG NO BRASIL

A integração ASG ainda está em seus primórdios no Brasil. As equipes ASG das empresas de investimento são pequenas, quando existem. Grande parte da demanda por integração ASG vem de investidores de fora do Brasil e de investidores institucionais globais que integram ASG aos seus próprios processos de investimento em seus mercados de origem. A demanda por integração ASG de investidores institucionais do Brasil ainda é baixa. No entanto, como a análise ASG representa uma mudança de cultura, é esperado que a mudança ocorra lentamente.

Um provedor de dados que participou do *workshop* disse que sua empresa está educando o mercado para que entenda os fatores ASG. A empresa tem alguns clientes na América Latina, mas está principalmente reunindo informações para clientes de outras regiões.

Um gestor de ativos disse que sua empresa está estudando ASG e a integração ASG. A empresa ainda não possui um analista ASG exclusivo ou uma equipe ASG; tem um processo ASG que consiste em adicionar ou subtrair pontos com base em um *checklist* formado principalmente por fatores de governança.

Houve um consenso geral de que a governança tende a ser bem integrada ao processo de investimento no Brasil, principalmente com a criação do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira há mais de uma década. Mas os fatores ambientais e sociais são raramente integrados ao processo de investimento.

No Brasil, a integração ASG é vista em grande parte como Investimento Socialmente Responsável (ISR), e os poucos produtos disponíveis são produtos ISR. O ISR é tradicionalmente associado a *screening* positivo ou negativo, ao passo em que a integração de fatores ASG aos produtos financeiros está apenas começando. Um gestor de ativos disse que sua empresa oferece um fundo ISR aos investidores, mas que este produto é raro.

Houve consenso no grupo de que ainda é preciso educar bastante os investidores e clientes. Tanto investidores como clientes precisam aprender sobre os benefícios da integração ASG. Clientes e empresas de investimento precisam aprender mais.

Houve consenso no grupo de que ainda é preciso educar bastante os investidores e clientes.

O NEGÓCIO É A GOVERNANÇA

Com os recentes escândalos de governança corporativa em várias empresas brasileiras, os participantes do *workshop* concordaram que a vigilância aumentou com relação à análise de governança por parte de investidores e analistas.

A governança é o assunto principal no Brasil quando se fala de ASG. A maior parte dos profissionais disse que integrar a governança ao processo de investimento é reconhecido como a melhor prática. A governança é integrada tanto na renda variável quanto na renda fixa. Fatores sociais e ambientais são raramente levados em conta, pois é difícil ver tais fatores movimentando os preços do mercado. Fatores ambientais às vezes são incluídos na renda variável, mas raramente na renda fixa.

Um profissional, especialista em ASG, disse que todos os analistas avaliam fatores de governança corporativa, mas não ASG. No entanto, tendem a levar em consideração a estrutura e os processos do conselho de administração ao invés de fatores individuais de governança corporativa, como a remuneração de executivos, no mesmo nível observado em outros mercados (apesar de algumas informações estarem disponíveis). As empresas tendem a não desmembrar a remuneração individualmente, então os analistas conhecem somente temas e processos.

Um profissional, especialista em ASG, disse que todos os analistas avaliam fatores de governança corporativa, mas não ASG.

RISCO

Muitos participantes do *workshop* entendem o ASG como um processo de mitigação de risco, mas esta análise se concentra hoje principalmente na governança e não leva muito em conta os fatores ambientais e sociais.

Vários profissionais disseram que há divulgação de risco de governança corporativa, mas que em grande parte não passa de texto padrão. A divulgação sobre riscos precisa melhorar. As empresas não dizem como estão lidando com isso.

DIRECIONADORES DA INTEGRAÇÃO ASG E BARREIRAS PARA SUA IMPLEMENTAÇÃO

Os cinco principais direcionadores da integração ASG e barreiras para sua implementação, conforme identificados pela pesquisa, são apresentados nas Tabelas 5 e 6.

A demanda pela integração ASG vem principalmente de fora do país e de clientes privados e não tanto de instituições, o que pode atrapalhar sua adoção. A demanda dos clientes por análise ASG é relativamente baixa no país.

A demanda é baixa dentro do país; além disso, falta comparabilidade nos dados históricos, faltam dados de desempenho, e falta o entendimento de “como” integrar fatores ASG ao processo de investimento. Também falta treinamento em ASG, como acontece no resto do mundo.

Alguns profissionais disseram que não têm visto demanda por parte de clientes locais e acreditam que não existirá esta demanda enquanto não se criar um histórico de que o ASG melhora o desempenho.

A demanda pela integração ASG vem principalmente de fora do país e de clientes privados e não tanto de instituições, o que pode atrapalhar sua adoção. A demanda dos clientes por análise ASG é relativamente baixa no país.

TABELA 5: DIRECIONADORES DA INTEGRAÇÃO ASG NOS MERCADOS DE CAPITAIS BRASILEIROS

INVESTIMENTOS EM RENDA VARIÁVEL		INVESTIMENTOS EM RENDA FIXA	
Gestão de risco	64%	Gestão de risco	65%
Regulamentação	36%	Demanda do cliente	30%
Demanda do cliente	24%	Responsabilidade fiduciária	30%
Responsabilidade fiduciária	20%	Incentivos	17%
Alfa	20%	Regulamentação	17%

Nota: Os percentuais representam aqueles que pensavam que cada item era um direcionador principal. Os entrevistados para a pesquisa podiam escolher mais de uma resposta.

TABELA 6: BARREIRAS PARA A INTEGRAÇÃO ASG NOS MERCADOS DE CAPITAIS BRASILEIROS

INVESTIMENTOS EM RENDA VARIÁVEL		INVESTIMENTOS EM RENDA FIXA	
Compreensão limitada dos fatores ASG e da integração ASG	60%	Compreensão limitada dos fatores ASG	55%
Baixa demanda dos clientes	52%	Baixa demanda dos clientes	48%
Não há evidência de benefício para o investimento	32%	Não há evidência de benefício para o investimento	39%
Falta de cultura corporativa	32%	Falta de dados comparáveis e históricos	26%
Falta de dados comparáveis e históricos	20%	Falta de cultura corporativa	22%

Nota: Os percentuais representam aqueles que pensavam que cada item era uma barreira principal. Os entrevistados para a pesquisa podiam escolher mais de uma resposta.

Existe a dúvida sobre qual *benchmark* utilizar na integração ASG. Também falta boa vontade em se dar o primeiro passo na integração ASG sem dados que demonstrem que a integração é eficaz. As pessoas se perguntam: O que eu ganho com o ASG?

Existe um universo relativamente pequeno de ativos para se investir, então há menos concorrência e portanto menos necessidade de maior transparência e mais dados ASG.

O código de gestão para investidores da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) foi finalizado recentemente e já está sendo solicitado por clientes. O código exige a integração ASG ao processo de investimento, então mais clientes estão perguntando se as empresas são signatárias. A AMEC vai começar a monitorar a conformidade com o código e fará um anúncio em fevereiro. Em 2020, as empresas que não estiverem em conformidade começarão a ser descadastradas.

OS DADOS

Muitas empresas disponibilizam dados, mas estes dados são úteis ou relevantes?

Há dúvidas quanto a qualidade dos dados, e com frequência os dados disponibilizados não são relevantes. Os dados nem sempre são consistentes – são apresentados em um ano e no outro não – e alguns profissionais disseram que há a preocupação de que os relatórios de sustentabilidade sofrem “maquiagem verde”, além de ser difícil de se conseguir dados significativos e comparáveis. Os dados também não são divulgados ao mesmo tempo e nem com a mesma frequência dos dados financeiros. A maioria das empresas atualiza seus relatórios de sustentabilidade anualmente.

Uma abordagem para se superar o desafio dos dados é que as empresas financeiras utilizem um prestador de serviços para fornecer informações públicas e realizar o engajamento com as empresas para obter mais informações; a partir daí, podem inserir os dados em uma pontuação ASG final, que é atualizada todo mês.

CAPÍTULO 4

TENDÊNCIAS NOS DADOS ASG DAS EMPRESAS

Fizemos uma parceria com a Bloomberg para analisar a transparência da divulgação ASG em cada mercado. As informações contidas nestes números vêm da análise dos *scores* da Bloomberg para divulgação ASG, baseados em dados disponíveis para o público; são uma pontuação de como as empresas divulgam ASG, não necessariamente seu desempenho. O *score* é baseado nos relatórios das empresas para diferentes pontos de divulgação ambiental, social ou de governança. Cada tipo de divulgação recebe uma pontuação de 0 a 100, e é agregado em um *score* ambiental, social e de governança. Estas pontuações são novamente agregadas em um *score* ASG combinado. (Para mais informações, consulte o “Anexo: Metodologia”.)

Os mercados de renda variável e renda fixa do Brasil estão concentrados em poucos setores (**Figura 7**). O setor de serviços de utilidade pública é o que tem mais empresas (22) que emitiram ações. Os setores de bens de consumo não essenciais, bens de consumo essenciais, financeiro e de materiais possuem aproximadamente 10 empresas listadas em bolsa. Na renda fixa, os números são ainda mais baixos, sendo que somente os setores financeiro e de materiais possuem mais de cinco empresas com dívida pública.

A **Figura 8** mostra que os setores possuem pontuações bastante diferentes e que não era garantido que os setores melhorariam suas pontuações ASG medianas entre 2011 e 2016.

Entre os setores com amostras grandes o suficiente, fica claro que os setores financeiro e de materiais tinham pontuações ASG medianas mais altas em 2011 do que em 2016, registrando queda de 36,78 para 29,82 e de 56,20 para 50, respectivamente. O setor de serviços de utilidade pública, o maior nos mercados de renda variável listada em bolsa, deu um salto da quarta posição em 2011 (44,01) para o setor com a pontuação ASG mais alta em 2016 (55,37); relativamente, o setor de saúde melhorou ainda mais (2011: 28,54, 2016: 52,19).

FIGURA 7: COMPOSIÇÃO DO CONJUNTO DE DADOS POR SETOR: EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES LISTADAS EM BOLSA E RENDA FIXA PÚBLICA

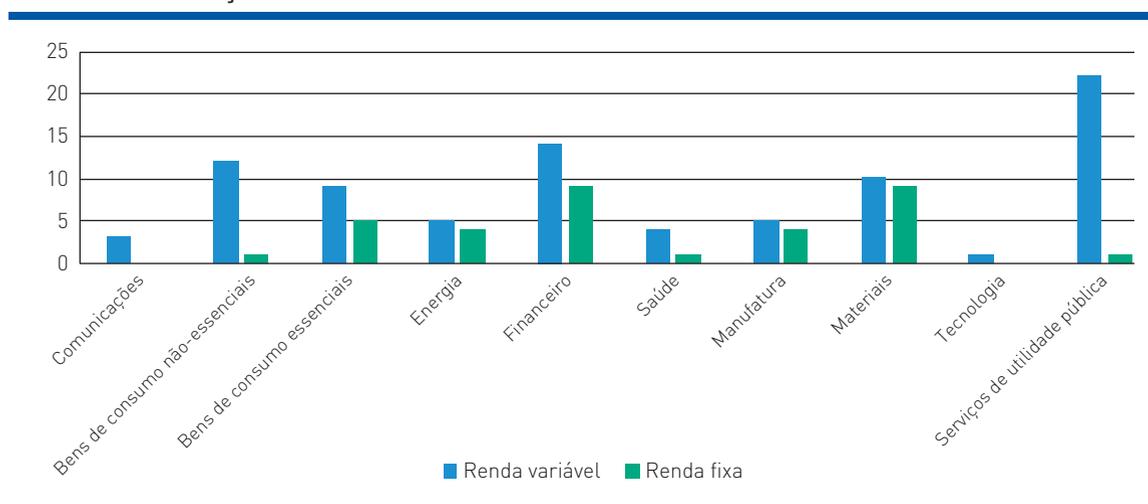
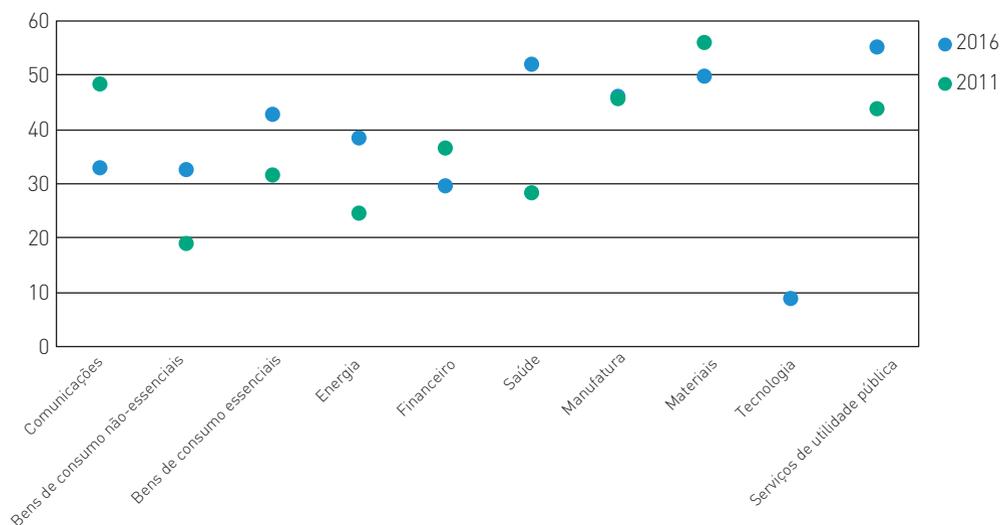


FIGURA 8: PONTUAÇÕES ASG MEDIANAS COMBINADAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES LISTADAS EM BOLSA POR SETOR



A composição das pontuações ambientais, sociais e de governança também é interessante. A Figura 9 mostra que as diferenças entre as pontuações ambientais, sociais e de governança não são tão grandes, sendo o setor de serviços de utilidade pública a exceção.

Outros países já demonstram uma padronização de fatores sociais e pontuações relativamente altas em governança. No Brasil, as pontuações são mais esparsas, indicando uma padronização mais baixa entre os setores. Apesar de as pontuações de governança serem as mais altas na maioria dos setores, materiais (A: 51,16, S: 47,37, G: 42,86), saúde (A: 56,51, S: 56,67, G: 48,21), e comunicações (A: 50,41, S: 68,75, G: 49,11) têm pontuações ambientais e sociais mais altas, enquanto o setor de serviços de utilidade pública registra pontuação social mais alta (A: 42,64, S: 80,70, G: 53,57).

A Figura 10 mostra a composição de empresas de grande, médio e pequeno portes no Brasil por setor. Não parece haver um padrão na pontuação mediana de divulgação ASG com base no tamanho da empresa. O melhor exemplo é o dos setores de comunicações (pequeno porte: 9,09, grande porte: 57,20), energia (médio porte: 34,30, grande porte: 63,90) e financeiro (pequeno porte: 16,53, médio porte: 19,83, grande porte: 45,04). Um resultado inesperado foram as empresas de pequeno e médio portes nos setores de bens de consumo essenciais (pequeno porte: 40,50, médio porte: 48,76, grande porte: 31,40), e manufatura (pequeno porte: 53,31, médio porte: 45,87, grande porte: 39,26), que tiveram pontuações melhores do que as empresas de grande porte.

FIGURA 9: PONTUAÇÕES AMBIENTAIS, SOCIAIS E DE GOVERNANÇA MEDIANAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES LISTADAS EM BOLSA, POR SETOR⁷

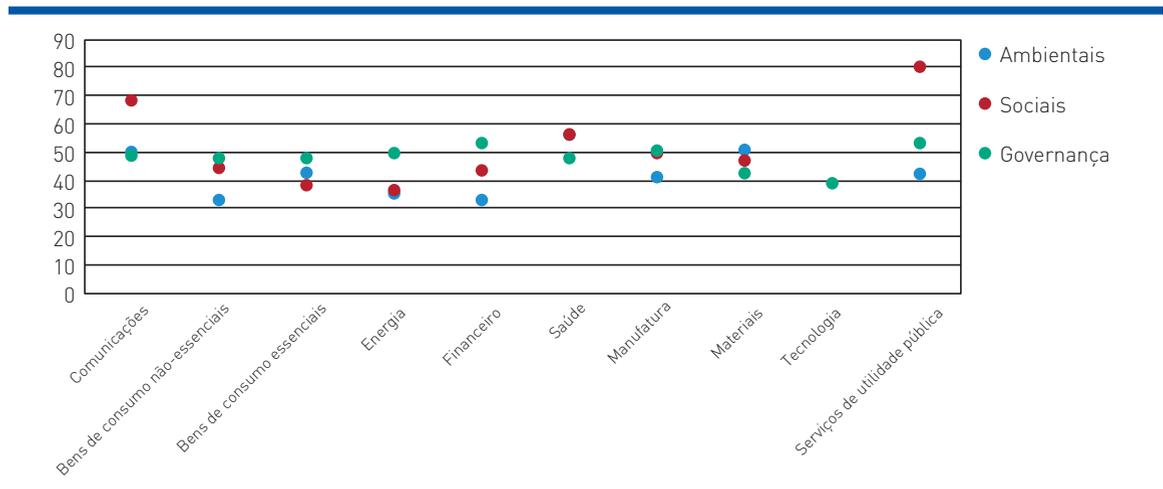
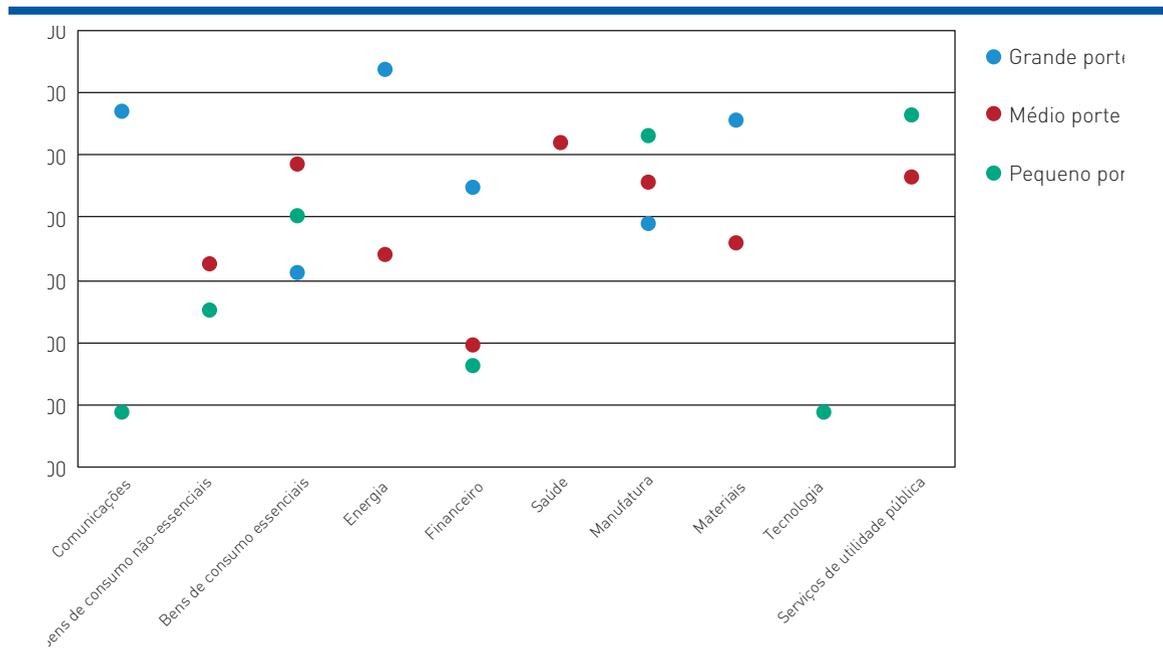


FIGURA 10: PONTUAÇÕES ASG MEDIANAS COMBINADAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS DE PEQUENO, MÉDIO E GRANDE PORTES, POR SETOR



⁷ Nem todas as empresas possuem pontuação ambiental ou social, ou seja, o tamanho da amostra difere entre as pontuações.

CAPÍTULO 5

PRÁTICAS DE INVESTIMENTO DOS PROFISSIONAIS LOCAIS: RENDA VARIÁVEL E RENDA FIXA

O Brasil vem liderando o movimento, ainda que a partir de uma base baixa, da integração ASG na América do Sul, com a governança corporativa sendo o fator mais integrado ao processo de investimento. A Figura 11 destaca as práticas da Matriz de Integração ASG aplicadas no Brasil.

Os resultados da nossa pesquisa e das discussões com investidores no *workshop* sobre integração ASG reforçam que, no Brasil, a integração se concentra predominantemente na governança corporativa, com fatores ambientais e sociais pouco a pouco sendo incluídos no processo de investimento. Profissionais da renda fixa vêm ajustando modelos/ferramentas de *valuation* para fatores ASG relevantes com maior frequência do que os da renda fixa (Tabela 8).

Em nossas conversas com investidores, descobrimos que os estrangeiros que investem no Brasil estão começando a trazer as práticas de integração ambiental e social para o mercado brasileiro; nos próximos anos, esperamos que tais práticas ganhem mais destaque no processo de investimento.

RENTA VARIÁVEL

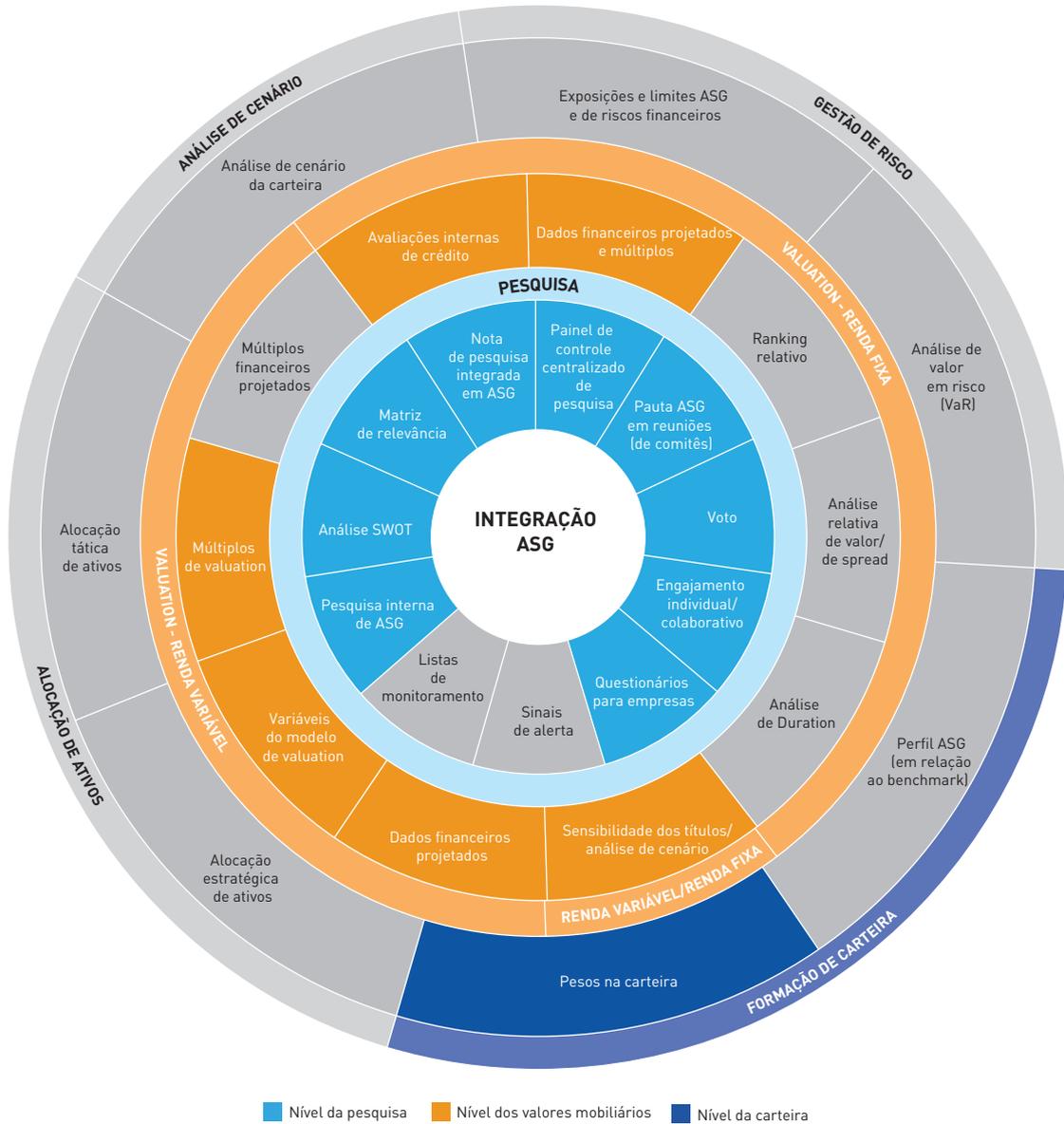
As práticas de integração ASG no Brasil estão predominantemente presentes na renda variável. A abordagem mais popular utilizada pelos profissionais é a formação de uma avaliação qualitativa dos fatores ASG que terão influência sobre decisões de compra/venda/manutenção ou decisões *overweight/underweight*/neutras. A quantificação dos fatores ASG é menos difundida.

Para fundamentar suas decisões, os profissionais utilizam várias técnicas, incluindo:

- Questionários;
- Pontuações ASG de terceiros;
- Pontuações ASG proprietárias;
- Matrizes de relevância/sustentabilidade;
- Análise SWOT; e
- Painéis de controle.

Questionários são uma ferramenta comum utilizada para incorporar dados e análises ASG em práticas e processos. Os profissionais enviam questionários para as empresas com o propósito de coletar mais dados e informações ASG quando o nível da divulgação ASG para o público não é adequado. Os questionários também são utilizados em paralelo com as reuniões regulares com as empresas, durante as quais os investidores e as empresas discutem as questões ASG mais relevantes.

FIGURA 11: A MATRIZ DE INTEGRAÇÃO ASG: APLICAÇÃO POR INVESTIDORES DOMICILIADOS NO BRASIL



Outros profissionais utilizam questionários como um relatório ASG. Gestores de carteira e analistas respondem perguntas que ajudarão o investidor a formar uma opinião sobre as implicações dos fatores ASG na sustentabilidade de uma estratégia de negócio e no desempenho futuro de investimento de uma empresa.

TABELA 7: COM QUE FREQUÊNCIA VOCÊ [ENTREVISTADO PARA A PESQUISA] INCLUI FATORES ASG RELEVANTES NO AJUSTE DE SEUS MODELOS/SUAS FERRAMENTAS DE VALUATION?

	INVESTIMENTOS EM RENDA VARIÁVEL	INVESTIMENTOS EM RENDA FIXA
Fatores de governança	50%	12%
Fatores ambientais	15%	12%
Fatores sociais	20%	6%

Nota: Os percentuais representam os entrevistados que responderam “com frequência” ou “sempre”.

Os fatores ASG vêm sendo quantificados através de dados financeiros projetados, variáveis do modelo de *valuation*, e/ou múltiplos de *valuation*. Alguns dados financeiros projetados que vêm sendo ajustados são o custo de mercadorias vendidas (CMV), margens operacionais e CAPEX. Por exemplo, as formulas do CMV são ajustadas para o possível impacto da escassez de recursos; as margens operacionais, para a possível perda de licenças ambientais; e o CAPEX é elevado devido ao custo em potencial de eventos climáticos extremos. A receita projetada e as estimativas de resultado também estão sendo revisadas para incorporar fatores ASG.

As variáveis do modelo de *valuation* que são ajustadas incluem as taxas de desconto e taxas de crescimento na perpetuidade. Esta abordagem tende a ser a escolhida quando fica difícil quantificar fatores ASG tais como corrupção, a qualidade da administração e o risco de litígio, mas os profissionais ainda procuram ajustar seus *valuations* para refletir os diferentes níveis de risco ASG entre pares do setor.

Ajustes do valor de mercado e a análise de sensibilidade são outras técnicas adotadas por profissionais brasileiros. Em alguns casos, o valor presente ponderado pela probabilidade do(s) risco(s) ASG é subtraído do valor de mercado da empresa. Em outros casos, a magnitude do impacto do risco ou da oportunidade ASG sobre o *valuation* de uma empresa é avaliada por meio da análise de sensibilidade.

RENDA FIXA

Apesar de poucos profissionais da renda fixa, em comparação com seus pares da renda variável, integrarem fatores ASG a suas análises de investimento, existem aqueles que já utilizam técnicas avançadas de integração. É o caso dos investidores de títulos privados, que analisam o impacto dos fatores ASG sobre a solvência dos emissores. A prevalência das práticas de integração ASG na análise de crédito soberano é menor do que na análise de crédito corporativo.

A tomada de decisão qualitativa e integrada em ASG é a principal abordagem de integração ASG para os investidores de títulos privados e públicos no Brasil. Os profissionais reúnem informações ASG a partir de fontes disponíveis para o público, e avaliam as informações não divulgadas para o público em reuniões e *calls* com os emissores. Também implementam processos de análise para a discussão da pesquisa ASG com um comitê de crédito e incluem a análise ASG em seus relatórios de pesquisa de crédito. Antes de tomar uma decisão de compra/venda/manutenção ou *overweight/underweight*/neutra, a análise ASG e a pesquisa de crédito são cuidadosamente analisadas.

Os profissionais brasileiros também vêm integrando fatores ASG à análise de crédito. A abordagem tende a ser a integração da pesquisa ASG à avaliação interna de crédito de um emissor e que, portanto, tem impacto direto sobre a perspectiva do profissional para tal emissor. Profissionais avançados já ajustam dados financeiros projetados e estimativas de fluxo de caixa futuro e analisam o efeito sobre índices de alavancagem e de cobertura, que por sua vez impactam a avaliação interna de crédito de um emissor.

Os fatores ASG ainda influenciam mais a análise de crédito do que os processos de formação de carteira. Alguns profissionais discutem avaliações internas de crédito integradas em ASG com comitês para fundamentar decisões de formação de carteira. Outros criaram um processo no qual mudanças nas pontuações ASG terão impacto direto nos limites de atribuição de peso dos emissores dentro da carteira.

CAPÍTULO 6

ENTREVISTA COM UM IMPORTANTE PLAYER DO MERCADO BRASILEIRO: PREVI

Entrevista com Marcus Moreira de Almeida, Diretor de Investimento da PREVI, sobre integração ASG. A PREVI é o maior fundo de pensão da América Latina.

Qual é o nível de investimento ASG realizado por investidores locais e internacionais nos mercados locais de renda variável e renda fixa?

Para determinar o quanto os investidores estão comprometidos com a incorporação de fatores ASG em suas decisões de investimento eu apontaria o estudo realizado pela ANBIMA em 2016⁸ com o propósito de mensurar o quanto os aspectos ambientais, sociais e de governança estão presentes no processo de tomada de decisão dos gestores associados (este estudo deve ser repetido este ano segundo o “Relatório de Sustentabilidade da ANBIMA”), destacando os pontos a seguir.

Os fatores ASG fizeram parte da tomada de decisão dos gestores de grandes instituições, que responderam por 77,2% dos recursos do mercado de Fundos de Investimento em 2016. A maioria das instituições (68,1%) inclui alguns critérios ambientais, sociais ou de governança em suas análises de investimento, sendo a governança o único critério utilizado por 100% da amostra da pesquisa.

Apesar de as maiores instituições [em patrimônio líquido] adotarem critérios ASG em seus *valuations* de investimento, a parcela dos ativos da carteira que passam por este tipo de avaliação ainda é relativamente pequena. Mais da metade das instituições tem menos de 20% dos ativos com avaliação ASG em relação ao total sob gestão.

Os gestores de investimento em renda variável praticam o investimento ASG e em que nível? Os gestores de investimento em renda fixa praticam o investimento ASG e em que nível?

Segundo o mesmo estudo da ANBIMA, do total de ativos que passaram por análise ASG investidos por seus associados, cerca de 42% eram da renda variável, 26%, da renda fixa, e 22%, de *private equity*.

Com relação à metodologia para a avaliação dos critérios ASG, as abordagens de *screening* negativo e positivo estão perdendo espaço para abordagens mais robustas, demonstrando a evolução dos processos que fundamentam a decisão de investimento. Atualmente, o foco está nas abordagens que integram variáveis ASG em modelos de *valuation* das empresas que fazem ou farão parte das carteiras. Estas abordagens correspondem a 38% do patrimônio líquido da amostra da pesquisa. Em segundo lugar vêm os critérios “ ”, que aplicam filtros de setor para as empresas com o melhor desempenho, e que representam 29,5% do patrimônio líquido da amostra.

⁸ http://www.anbima.com.br/data/files/92/C1/06/9B/A32085106351AF7569A80AC2/_anbima_relatoriosustentabilidade_final_1_.pdf

Outros titulares de ativos – fundos de pensão, seguradoras, fundos soberanos e corporativos – estão comprometidos como investimento ASG?

Nossa percepção é a de que alocadores de recursos, de modo geral, estão gradualmente aumentando o peso dos fatores ASG na avaliação de suas propostas de investimento.

O Fundo de Pensão tradicionalmente desempenha um papel bastante ativo no que se refere aos fatores de governança corporativa. Em especial no Brasil, este processo foi intensificado pelo Programa Nacional de Desestatização (PND), cujo ápice aconteceu na década de 1990.

Em 2004, a ABRAPP, em parceria com o Instituto Ethos, lançou os “Onze Princípios Básicos de Responsabilidade Social para as EFPC” durante o Congresso Anual dos Fundos de Pensão.

Nas instituições financeiras em geral, sabemos que alguns aspectos ASG são incorporados em suas decisões de investimento, mas não temos como medir até que ponto isto ocorre.

Como você avalia seus gestores com relação ao investimento ASG?

A PREVI, sendo o maior fundo de pensão da América Latina, desempenha o papel crucial de estimular os fatores ASG no mercado de capitais. Na PREVI, as premissas de investimento são definidas na Política de Investimento dos Planos de Benefícios. Estimulamos a disseminação das práticas de investimento ASG recomendando, no documento Política e Diretrizes de Investimento, a contratação de gestores de fundos terceirizados, dando preferência àqueles que já incorporam práticas de responsabilidade ambiental, social e ética. Tudo isto está em linha com os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) e o Código de Melhores Práticas e Governança Corporativa da PREVI. Além disso, é proibido investir em setores como o de tabaco e armas.

Hoje, nos investimentos em títulos privados de renda fixa de instituições não-financeiras, por exemplo, a análise de investimento da PREVI leva em consideração os aspectos ASG do emissor, além de observar critérios de “integridade”. Após a aplicação de um questionário, o emissor recebe uma nota que depende do grau de aderência a fatores ASG/de integridade, sendo que quanto maior a aderência, maior a nota. A nota computada para a empresa implicará na aplicação de ágio ou deságio sobre o papel com relação à curva de crédito do mercado.

Quais são os direcionadores do investimento ASG e as barreiras para sua implementação?

Eu destacaria como principais barreiras para o desenvolvimento de investimentos baseados em critérios ASG a falta de padronização ou mesmo o baixo volume de informações sobre empresas/emissores de títulos de dívida. Por exemplo, na renda variável, o baixo número de empresas listadas na bolsa de valores brasileira é um obstáculo para a alocação, já que as opções de diversificação são reduzidas para se alocar montantes relevantes e, ao mesmo tempo, se manter um alto nível de liquidez.

Outra dificuldade é quantificar as informações ASG das empresas e como incorporar estes dados no preço do ativo.

Por outro lado, quanto à seleção, o principal direcionador é a crescente conscientização sobre o assunto. Os investidores devem cada vez mais aprofundar a análise nestes aspectos, descrevendo as práticas das empresas nas quais investem.

Qual é o próximo passo no investimento ASG para o mercado de capitais e as empresas no Brasil?

A história recente do Brasil prova a importância da governança para a sustentabilidade das empresas. Sabemos que os outros aspectos ASG – ambientais e sociais – também são pilares importantes para a formação da decisão de investimento de qualquer gestor. Portanto, nos próximos anos, ficará a cargo dos agentes estimuladores, autoridades regulatórias e investidores especializados utilizar a experiência do passado e desenvolver novos critérios e mecanismos de controle que incorporem estes fatores como uma maneira de controlar o risco em seus investimentos. Quanto ao mercado de capitais, é importante salientar o aumento na oferta de fundos concentrados em fatores ASG. Ao mesmo tempo, as empresas em geral estão aprimorando seus critérios ASG através de políticas internas e análises de investimento combinadas com a divulgação em seus relatórios.

CAPÍTULO 7

ENTREVISTA COM UM IMPORTANTE PLAYER DO MERCADO BRASILEIRO: B3

Entrevista com Sonia Favaretto, Diretora-Presidente de Relações com a Mídia, Sustentabilidade, Comunicação e Investimento Social da B3, sobre divulgação e integração ASG no mercado brasileiro. A B3, antiga BM&FBovespa, é a bolsa de valores brasileira.

Qual sua opinião sobre o nível da divulgação ASG no mercado local? O quanto o nível de divulgação mudou nos últimos cinco anos?

O nível de divulgação ASG é satisfatório, mas ainda temos uma boa caminhada pela frente. Comparado a cinco anos atrás, vejo uma evolução. Falando das empresas listadas em bolsa, vemos que estas empresas entendem a pauta ASG. Por exemplo, segundo a GRI [Global Reporting Initiative], o Brasil está entre os cinco países que mais divulgam informações financeiras, sociais, ambientais e de governança corporativa.

Um bom exemplo desta evolução é o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. Outros exemplos são o “Relate ou Explique” (veja a próxima pergunta) e as iniciativas de Relatório Integrado.

Desde 2012, o questionário do ISE inclui uma pergunta sobre se as empresas permitem a publicação das [suas] respostas ao questionário.

Considerando os resultados de 2015, quando 94% da carteira aderiu à iniciativa, o conselho do ISE aprovou a proposta para a publicação obrigatória das perguntas. A proposta foi aceita pela sociedade após consulta pública realizada no início do ano.

Desde 2016, a publicação das respostas ao questionário é um pré-requisito para a listagem no ISE.

Quais são os requisitos de divulgação ASG para as empresas que emitem ações e para as que emitem somente títulos de dívida?

Na B3 nós recomendamos iniciativas ASG, mas não impomos requisitos para os emissores. Por exemplo, em 2012, lançamos a iniciativa “Relate ou Explique”.

A iniciativa nasceu como uma recomendação de adesão voluntária por parte das empresas listadas na nossa Bolsa para estimular a divulgação de informações ASG, o que vinha sendo solicitado cada vez mais pelos investidores – movimento que continua forte e intenso. O pedido foi para que as empresas listadas informassem todos os anos se e onde divulgavam informações ASG. Quando não havia um relatório disponível, a empresa deveria se explicar. As empresas não eram obrigadas a responder. Para evitar a necessidade de se criar um novo documento, as informações deveriam constar do Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado brasileiro de capitais, em um item genérico: “Item 7.8: Descrição de outras informações relevantes no longo prazo”.

Os primeiros resultados foram anunciados na Conferência Rio+20, realizada em junho de 2012 no Rio de Janeiro, durante o painel de discussão da *Global Reporting Initiative* (GRI). A GRI foi uma importante fonte de motivação para a B3 criar a iniciativa *Relate ou Explique*. No primeiro anúncio, 45,31% das empresas listadas divulgaram um relatório ou explicaram porque o relatório não estava disponível. Quatro anos depois, os resultados mostraram que 71,65% das empresas listadas divulgaram um relatório ou explicaram porque o relatório não estava disponível.

O órgão regulador (a CVM), quando revisou o Formulário de Referência, determinou que as empresas respondessem diretamente a ele a partir de 2016. Com este caso de sucesso brasileiro em mente, em 2017 a B3 lançou a “Iniciativa *Relate ou Explique* para os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS)”, que busca promover a transparência nas estratégias e ações das empresas listadas com relação aos 17 ODS determinados pela ONU. Por meio desta iniciativa, a B3 recomenda desde 2017 que as empresas listadas informem anualmente se publicam um relatório de sustentabilidade ou integrado que leve os ODS em consideração. De forma parecida com a iniciativa anterior, se não publicam tal relatório, a B3 solicita que expliquem o motivo escolhendo uma das opções disponíveis.

Entre as empresas consultadas pela B3, 147 responderam à pesquisa, o equivalente a 33% do total de empresas listadas na Bolsa. Destas 147 empresas, 40% divulgam seus relatórios considerando os ODS, estão preparando os relatórios, pretendem divulgar, ou estão considerando a possibilidade de incluir os ODS em seus relatórios.

Sessenta empresas consideram os ODS em seus relatórios, 7 estão preparando seus relatórios para incluir os ODS, e 36 pretendem [incluir] ou estão considerando a possibilidade de incluir os ODS em seus relatórios de sustentabilidade ou integrados.

Os investidores fazem perguntas às empresas sobre fatores ASG e pedem que forneçam mais dados ASG? O quanto isto mudou nos últimos cinco anos?

Como o coração dos mercados de capitais, é nosso papel nos engajar com investidores e empresas listadas no que diz respeito à pauta ASG.

No Brasil, vemos hoje mais do que nunca que nosso mercado se preocupa em integrar fatores ASG à análise financeira, incluindo riscos e oportunidades ASG explícitos na análise financeira tradicional e nas decisões de investimento com base em um processo sistemático e em fontes adequadas de pesquisa. Este comportamento vem chamando a atenção de investidores e analistas que estão cada vez mais interessados em como as empresas estão incorporando fatores ASG em sua estratégia e gestão. Por exemplo, hoje em dia é comum ver o diretor de sustentabilidade ser convidado para participar de um *road show* com o diretor de relações com investidores. Cinco anos atrás, este convite não acontecia.

Quais são os direcionadores do investimento ASG e as barreiras para sua implementação pelas empresas?

Direcionadores: responsabilidade com o cliente/dever fiduciário, gestão de risco, a busca pelo retorno estável no longo prazo, lidar com as mudanças climáticas e outras questões ambientais, e contribuir para o desenvolvimento da comunidade.

Barreiras: falta de compreensão e conformidade com a pauta da sustentabilidade por parte dos conselhos de administração e CEOs. Falta de pressão dos investidores. Falta de comparabilidade e consistência das informações com relação aos pares.

Qual é o próximo passo no investimento ASG para o mercado de capitais e as empresas no Brasil?

No Brasil, estamos trabalhando para fazer a pauta dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável se tornar parte da tomada de decisão dos investidores, através de reuniões e serviços e produtos da B3. Por outro lado, estamos estimulando as empresas listadas a não somente publicar relatórios mas também a participar dos *workshops* que promovemos, além de engajar as empresas listadas para que façam parte de compromissos e grupos de trabalho sobre os ODS. Sabemos que é uma mudança de comportamento tanto para investidores como para empresas, e levará tempo; mas quando olhamos cinco anos para trás vemos que este é o caminho e que não há volta.

PARTE 3

ESTUDOS DE CASO

SANTANDER ASSET MANAGEMENT

ESTUDO DE CASO DE ANÁLISE ASG DE RENDA VARIÁVEL

Luzia Hirata

O Santander Asset Management desenvolveu uma metodologia proprietária de análise ASG (ambiental, social e de governança) para fundamentar nossas decisões de investimento com relação a empresas brasileiras que apresentam as melhores e mais integradas estratégias de sustentabilidade para seus negócios e que estão, portanto, criando vantagens competitivas sustentáveis. Nossa equipe de pesquisa de renda variável avalia as empresas segundo esta metodologia a fim de encontrar aquelas consideradas atraentes financeiramente e que são possíveis candidatas para nossa carteira ASG. A convicção central da nossa filosofia de investimento é que as empresas que operam segundo a abordagem do tripé da sustentabilidade (ou *triple bottom-line*, em inglês) podem oferecer um desempenho financeiro superior no longo prazo. Assim, espera-se que as empresas com metas de desempenho ASG incorporadas às suas estratégias corporativas tenham os melhores desempenhos no longo prazo.

A equipe de pesquisa aproveita nosso banco de dados histórico e um banco de dados externo de empresas (o banco de dados da Bloomberg). Nossa metodologia ASG interna avalia o desempenho das empresas de cada setor utilizando os seis fatores a seguir:

1. Responsabilidade sobre o produto;
2. Gestão e transparência;
3. Governança corporativa;
4. Meio ambiente;
5. Relacionamento com *stakeholders*; e
6. Gestão de risco.

Todos os fatores analisados baseiam-se em cinco princípios: relevância, práticas, cadeia de valor, tecnologia e informação, e responsabilidade sobre o produto. Utilizamos somente informações disponíveis para o público para preencher nosso questionário ASG para cada empresa.

Como resultado desta avaliação, cada empresa recebe uma pontuação para seu desempenho ASG. Utilizamos a pontuação ASG para aplicar um desconto (máximo de 10%) ou prêmio (máximo de 5%) sobre o preço-alvo. Este processo permite que integremos a pontuação ASG ao preço-alvo, resultando em um preço-alvo ASG. **A Figura 12** traz um exemplo desta avaliação.

A avaliação de preço-alvo ASG pode ser aplicada a todas as ações e é utilizada para todos os fundos sob gestão. O Santander Asset Management administra um fundo exclusivo, chamado Fundo Ético, que investe em empresas brasileiras listadas em bolsa que apresentam as melhores e mais integradas estratégias de sustentabilidade para seus negócios e que estão, portanto, criando vantagens competitivas sustentáveis. As empresas avaliadas como atraentes pela nossa equipe de pesquisa de renda variável estão habilitadas a participar da carteira do Fundo Ético.

Devido à dimensão de responsabilidade sobre o produto, as empresas que possuem operações nos setores de bebidas alcoólicas, tabaco, jogos de azar, energia nuclear, pornografia ou defesa não são automaticamente excluídas do universo de investimento. Um critério essencial avalia se o produto ou

FIGURA 12: EXEMPLO DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO ASG

EMPRESA	VALOR DE MERCADO (USD MILHÕES)	COTAÇÃO MAIS RECENTE (BRL)	META	VALORIZAÇÃO (%)	PRÊMIO/DESCONTO ASG (%)	META ASG (BRL)
SETOR						
A	1,936	18,95	21,80	15	2,39	22,32
B	1,048	12,44	13,00	5	-7,67	12,00
C	6,239	11,90	15,00	26	-0,34	14,95
D	574	14,20	20,80	46	-3,91	19,99

Abreviações: BRL, real; USD, dólar.

a atividade da empresa é prejudicial para a saúde humana. Tal análise se baseia no volume/receita dos produtos nestes setores.

Em suma, um questionário abrangente criado pela equipe interna de pesquisa ASG do Santander Asset Management acaba sendo a principal fonte de informações para cada empresa avaliada. Os relatórios públicos da empresa e reuniões com seus executivos, com representantes de órgãos governamentais e públicos de relacionamento são fontes adicionais de informações. Qualquer reclamação vinda de um *stakeholder* (como organizações não-governamentais ou movimentos sociais) é levada em consideração em nossa análise ASG e discutida e validada por nosso Conselho Deliberativo.

PIMCO

INTEGRAÇÃO DE FATORES ASG À PESQUISA DE CRÉDITO SOBERANO

Lupin Rahman

A análise tradicional de crédito soberano se concentra nas variáveis financeiras e macroeconômicas que têm impacto relevante sobre a possibilidade de um país entrar em *default* e o prejuízo esperado caso o *default* aconteça. Hoje, fica cada vez mais claro que a capacidade e disposição de um governo para honrar suas obrigações financeiras também são influenciadas pela política, governança, por questões sociais, desastres naturais e o pelo impacto de longo prazo de fatores ambientais. O exemplo recente da África do Sul enfatiza como a integração de fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) à análise tradicional de crédito soberano pode fundamentar decisões de investimento e possivelmente ajudar os investidores a proteger as carteiras contra riscos de grandes desvalorizações.

A ABORDAGEM ASG DA PIMCO

ASG já é parte integrante da análise de classificação soberana da PIMCO desde 2011, quando passamos a incorporar explicitamente os fatores ASG ao nosso modelo de *rating*. Estas classificações são complementadas por uma matriz independente de pontuação ASG e análise de cenário específica por país que incorporam riscos ASG.

O modelo proprietário da PIMCO para classificação de risco soberano começa com uma análise profunda e *bottom-up* por país. Esta análise é baseada em projeções macroeconômicas de cinco anos e indicadores ASG quantitativos específicos, e considera os direcionadores de curto e longo prazos do risco de crédito. As variáveis ASG possuem um peso combinado de aproximadamente 25% neste modelo. As variáveis de governança (“G”) predominam, pois são um dos principais indicadores de risco soberano. Fatores sociais (“S”), tais como saúde e educação, são diretamente menos significativos, mas tendem a estar altamente correlacionados com condições iniciais, como o PIB per capita que, por sua vez, está altamente correlacionado com o risco soberano. Por fim, descobrimos que as variáveis ambientais (“A”), em média, são as que menos se correlacionam com o risco soberano de três a cinco anos, com exceção de incidentes específicos (p.ex., furacões, terremotos, inundações, acidentes nucleares).

Então, explicitamente atribuímos notas para os países para cada componente ASG (**Figura 13**). Cada componente tem peso igual e a nota quantitativa é complementada com avaliações qualitativas. Desta forma, conseguimos contabilizar importantes indicadores ASG. Por exemplo, o progresso na utilização de energia renovável ou um aumento nas tensões sociais podem não necessariamente ter um impacto imediato sobre o risco soberano, mas são sem dúvida importantes para a sustentabilidade no longo prazo.

FIGURA 13: VARIÁVEIS INCLUÍDAS NA CLASSIFICAÇÃO ASG SOBERANA DA PIMCO

A (AMBIENTAIS)	S (SOCIAIS)	G (GOVERNANÇA)
<ul style="list-style-type: none"> ■ Emissões de gases de efeito estufa <i>per capita</i> ■ Índice de Desempenho Ambiental da Universidade de Yale ■ Uso de combustíveis fósseis ■ Energia renovável ■ PIB por unidade de energia 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Expectativa de vida ■ Taxa de mortalidade ■ Igualdade de gênero ■ Coeficiente GINI (indica a distribuição de renda) ■ Pontuação em saúde ■ Média de anos de educação ■ Média de anos de educação superior e treinamento profissional ■ Indicadores do mercado de trabalho ■ Indicadores de corrupção 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Estabilidade política ■ Voz e prestação de contas ■ Estado de direito ■ Controle da corrupção ■ Eficácia do governo ■ Qualidade regulatória

Fonte: PIMCO.

Por fim, nossa análise de cenário específica do país avalia tendências de longo prazo e riscos de cauda. Analisamos a sustentabilidade de longo prazo do endividamento, cenários de esgotamento de recursos, cenários de desastres naturais, mudança de regime político e riscos de contingência, incorporando tanto fatores macroeconômicos quanto ASG. Nossa análise de cenário específica do país nos permite identificar quais países são suscetíveis ao risco de cauda esquerda, quais possuem planos de contingência, e quais riscos são relevantes para o investimento. Acreditamos que ela também nos ajude a lidar melhor com riscos latentes, muitos dos quais tendem a estar associados às variáveis ASG.

ENGAJAMENTO COM EMISSORES SOBERANOS

O engajamento dentro do próprio país é um componente fundamental da nossa análise de crédito soberano e para avaliar o histórico de um governo com relação a objetivos ASG. Durante nossas visitas, geralmente fazemos reuniões com altos oficiais do governo e políticos, nos concentrando nos detalhes da nossa avaliação de crédito, que variam desde a composição do orçamento e gestão das reservas cambiais e política monetária até o progresso em objetivos de desenvolvimento e ambientais. Geralmente fazemos reuniões também com empresários locais, bancos, consultores, sindicatos, jornalistas, organizações não-governamentais e membros da sociedade civil para entendermos de forma ampla e holística os acontecimentos no país. As discussões tendem a ser interações mútuas: o governo nos atualiza sobre seus progressos e planos, e nossos analistas e gestores de carteira repassam nossas preocupações, avaliações e expectativas para os oficiais.

EXEMPLO DE PAÍS: ÁFRICA DO SUL, 2015-2017

Os acontecimentos na África do Sul no período entre 2015 e 2017 refletem como a integração ASG à avaliação de risco soberano pode ser utilizada para melhorar o retorno da carteira e blindar as carteiras contra riscos de grandes desvalorizações.

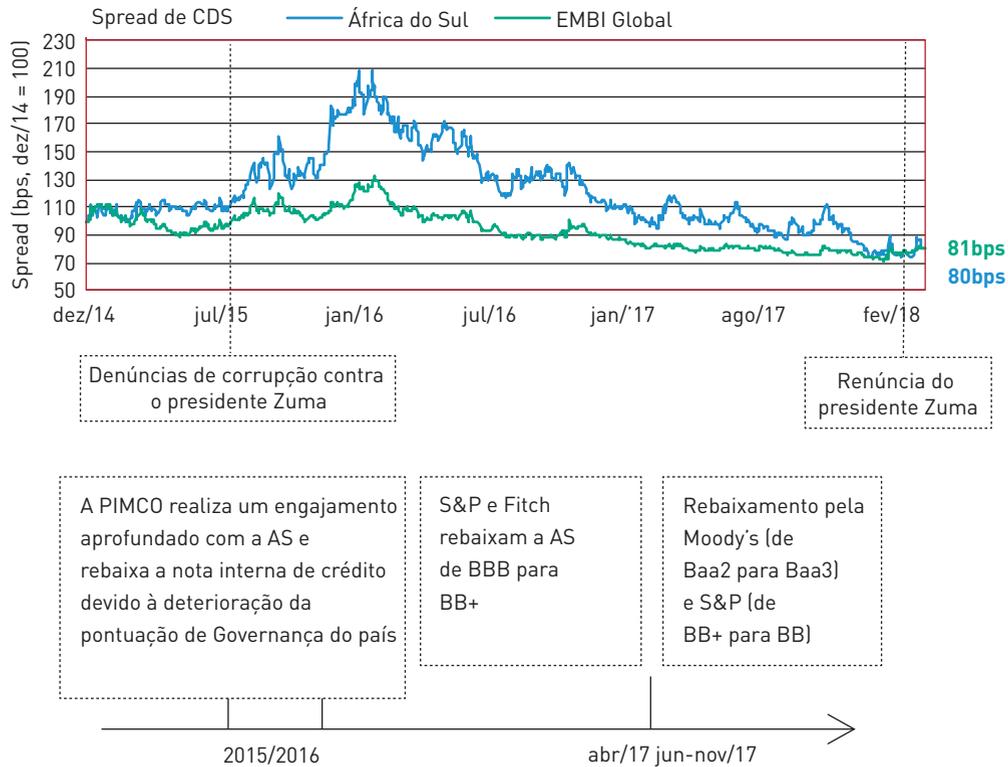
Em julho de 2015, emergiram denúncias de corrupção contra o ex-presidente sul-africano Jacob Zuma. As críticas se concentravam em um acordo de energia nuclear entre a África do Sul e a Rússia que, acreditou-se, havia sido desenhado de forma a favorecer ganhos pessoais do então presidente Zuma e prejudicar a Eskom Holdings SOC Ltd., estatal de energia sul-africana. Zuma foi também acusado de manter um relacionamento corrupto com os Guptas, conhecida família de empresários do país. Seguiu-se uma queda de braço dentro do partido de Zuma, o Congresso Nacional Africano (ANC, na sigla em inglês), resultando no enfraquecimento da estrutura institucional da África do Sul, com frequentes alterações de ministros da fazenda, deslizos fiscais e turbulência política.

Quando as denúncias surgiram, iniciamos um processo de reavaliação dos riscos políticos e de governança da África do Sul, e uma equipe sênior da PIMCO fez uma viagem de *due diligence* para o país. O objetivo era entender o impacto econômico e institucional, além das consequências sociais da corrupção (p.ex., o desvio de recursos fiscais que deveriam ir para saúde e educação). Após discussões aprofundadas com o governo e uma análise detalhada, rebaixamos nossa classificação de risco para a África do Sul, vários trimestres antes de as grandes agências de classificação fazerem o mesmo (**Figura 14**). O peso dos indicadores de governança em nossos *ratings* soberanos, nossa avaliação do impacto de instituições mais fracas sobre o crescimento econômico, a carga de endividamento da África do Sul, e nosso engajamento com altos oficiais do governo foram os principais direcionadores desta decisão.

Este rebaixamento nos levou a reavaliar a exposição da nossa carteira ao risco soberano e quase-soberano da África do Sul, e a reduzir a exposição em todas as contas da PIMCO. Devido à integração dos fatores ASG em nossa matriz padrão de risco soberano, conseguimos identificar cedo os problemas e reduzir a exposição quando os mercados ainda estavam precificando um cenário favorável para a África do Sul. Com o tempo, conforme a extensão da corrupção ficou conhecida, os mercados e as agências de classificação de risco acompanharam nossa avaliação.

De 2015 a 2017, permanecemos engajados com o governo e com os principais stakeholders daquele país. Assim, conseguimos entender melhor a dinâmica política e repassar as preocupações dos investidores diretamente para os principais tomadores de decisão. Em especial, enfatizamos a necessidade de melhorar a transparência e a governança tanto dentro do governo como nas estatais, principalmente nos processos de contratação pública. Com a melhora nas condições macroeconômicas globais, os mercados começaram a reprecificar positivamente a África do Sul, mas nossa visão negativa da governança e transparência fez com que continuássemos cautelosos, principalmente porque havia uma chance grande de que as políticas do então presidente Zuma continuariam se sua ex-esposa, Nkosazana Dlamini-Zuma, assumisse a liderança do ANC. Com a eleição de Cyril Ramaphosa como presidente e líder do ANC em dezembro de 2017 e a renúncia de Zuma em fevereiro de 2018, estamos monitorando o progresso do novo governo para corrigir falhas de administração no setor de empresas estatais e avançar em reformas para melhorar a governança e a transparência. A troca da administração na Eskom e os procedimentos que vêm sendo implementados para reduzir a corrupção são sinais promissores de que a África do Sul está finalmente seguindo o caminho da recuperação.

FIGURA 14: LINHA DO TEMPO DOS SPREADS DA ÁFRICA DO SUL E DA AVALIAÇÃO DE CRÉDITO SOBERANO DA PIMCO



Fonte: PIMCO.

Nota: A amostra serve somente como ilustração. Desempenho passado não é garantia nem um indicador confiável de desempenho futuro.

Abreviações: bps, pontos-base; CDS, *swap de default* de crédito; EMBI Global, Emerging Markets Bond Index Global; AS, África do Sul.

HERMES INVESTMENT MANAGEMENT

PERSPECTIVAS DE CRÉDITO: A INTEGRAÇÃO ASG NA PRÁTICA – PETRÓLEOS MEXICANOS

Mitch Reznick, CFA, e Audra Stundziaite

Muitos estudos acadêmicos e financeiros demonstram a relação entre o risco ambiental, social e de governança (ASG) e resultados financeiros.⁹ Empresas bem administradas e com impactos mínimos ou positivos sobre a sociedade e o meio ambiente tendem a ter custo de capital mais baixo do que o de seus pares menos sustentáveis.¹⁰ Isto tem uma consequência importante para os investidores de crédito: as empresas com características ASG ruins tendem a ter um custo de capital mais alto porque estão expostas a mais riscos derivados das externalidades que prejudicam o seu desempenho financeiro (p.ex., multas por não cumprir leis ambientais e de segurança).

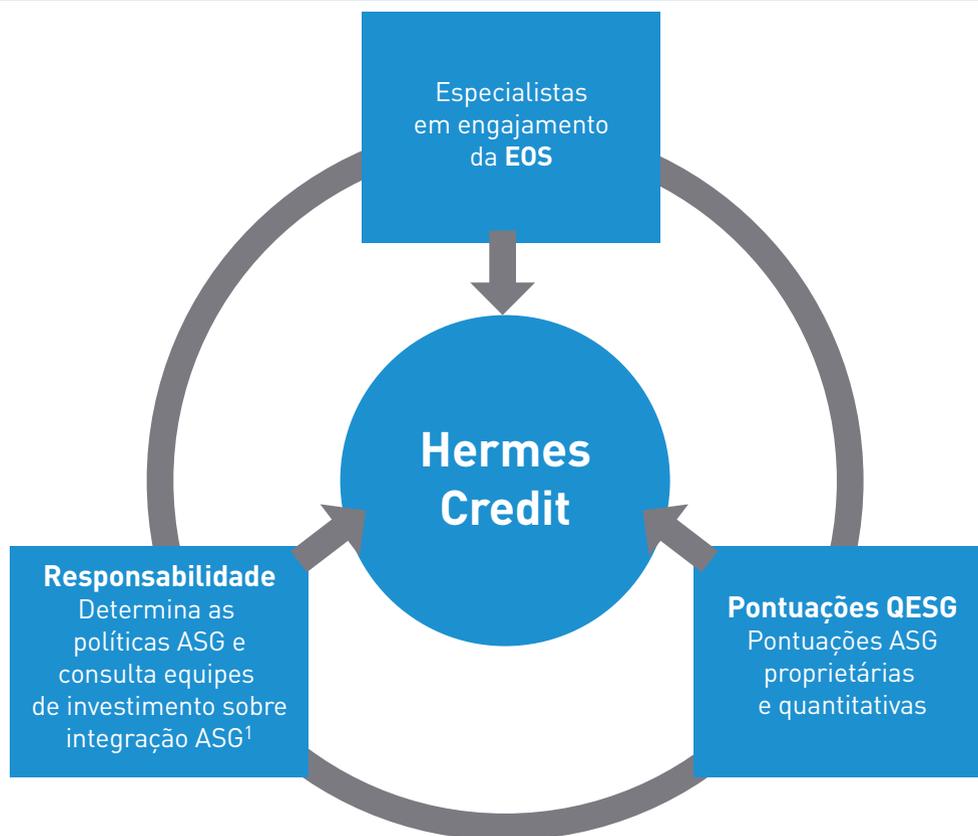
Além de analisar e precificar os riscos operacionais e financeiros, a equipe de Crédito da Hermes Investment Management também considera fatores ASG ao tomar decisões de investimento (**Figura 15**). Para tomar as decisões ASG mais bem fundamentadas, a equipe de Crédito da Hermes (Hermes Credit) utiliza várias fontes de informação:

- Em primeiro lugar, de modo geral, a equipe de Crédito (e toda a Hermes) conta com a equipe de Responsabilidade, que fornece as políticas da empresa, abordagens e ferramentas de investimento.
- Quando se concentra em um investimento em uma empresa específica, a equipe analisa as avaliações proprietárias de risco ASG da Hermes, ou seja, a pontuação ASG quantitativa (QESG, na sigla em inglês). A pontuação QESG representa um bom resumo do desempenho ASG geral da empresa.
- A pontuação QESG é fundamentada nas informações da empresa fornecidas pela equipe de engajamento da Hermes – Hermes Equity Ownership Services (EOS) –, pois o diálogo com a empresa contextualiza esta pontuação. Por exemplo, a empresa está na trajetória correta, ou está seguindo um caminho mais negativo?

⁹ Consulte, por exemplo, Rob Bauer e Daniel Hann, *Corporate Environmental Management and Credit Risk* (ECCE Working Paper, University Maastricht, The European Centre for Corporate Engagement, 2010); Allen Goss e Gordon S. Roberts, “The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans,” *Journal of Banking and Finance*, 35 (2011), 1794–1810; Najah Attig, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, e Jungwon Suh, “Corporate Social Responsibility and Credit Ratings,” *Journal of Business Ethics*, 117 (2013), 679–94; Sudheer Chava, “Environmental Externalities and Cost of Capital,” *Management Science*, 60(9) (2014), 2223–47; Pornsit Jiraporn, Napatsorn Jiraporn, Adisak Boeprasert, e Kiyoung Chang, “Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification,” *Financial Management*, 43(3) (2014), 505–31.

¹⁰ Gordon L. Clark, Andreas Feiner, e Michael Viehs. *From the Stockholder to the Stakeholder* (Research Paper, University of Oxford and Arabesque Partners, 2015).

FIGURA 15: ABORDAGEM DE INVESTIMENTO DA HERMES CREDIT



Fonte: Hermes Credit.

- Mapear os *spreads* de crédito em comparação com os níveis de *spread* sugeridos pela pontuação QESG nos permite enxergar quaisquer anomalias que possam existir. Em alguns casos, pode não haver um *trade* porque o risco de crédito domina o nível direto de *spread* comparado à pontuação QESG. Dito isto, em alguns casos, se acreditarmos que os comportamentos ASG podem melhorar por causa de conversas que tivemos com a empresa, pode ser um sinal para adicionar risco para aquela determinada empresa. Além disso, se tivermos que escolher entre duas empresas e as duas estão em pé de igualdade em risco de crédito e *spread* de crédito, a pontuação QESG pode assinalar qual empresa preferimos adicionar às carteiras.

Com todas estas informações, a contribuição dos fatores ASG à decisões de investimento acontece em tempo real e de uma maneira mais dinâmica do que, por exemplo, se dependêssemos somente de pontuações. Mais importante, a probabilidade de empresas reagirem é maior porque nos engajamos como um investidor.

A INTEGRAÇÃO ASG NA PRÁTICA: O CASO DA PETRÓLEOS MEXICANOS

Fundada em 1938, a estatal Petróleos Mexicanos (Pemex) é a oitava maior produtora de petróleo do mundo, com produção de cerca de dois milhões de barris por dia e receita anual de US\$ 62 bilhões. Apesar de ser controlada pelo governo mexicano, a empresa possui uma forte presença nos mercados internacionais de dívida, dos quais depende para financiar suas operações, com cerca de US\$ 87 bilhões de endividamento em circulação.

Em fevereiro de 2017, a Hermes Credit investiu na nova emissão denominada em euros da Pemex para aumentar nossa exposição ao setor de energia a um preço relativo atraente para um crédito de energia de qualidade superior e com grau de investimento. Uma análise aprofundada do crédito da empresa nos permitiu entender melhor as reservas de petróleo, os níveis de produção e as iniciativas operacionais recentes da empresa, além das implicações das reformas no setor de energia do México.

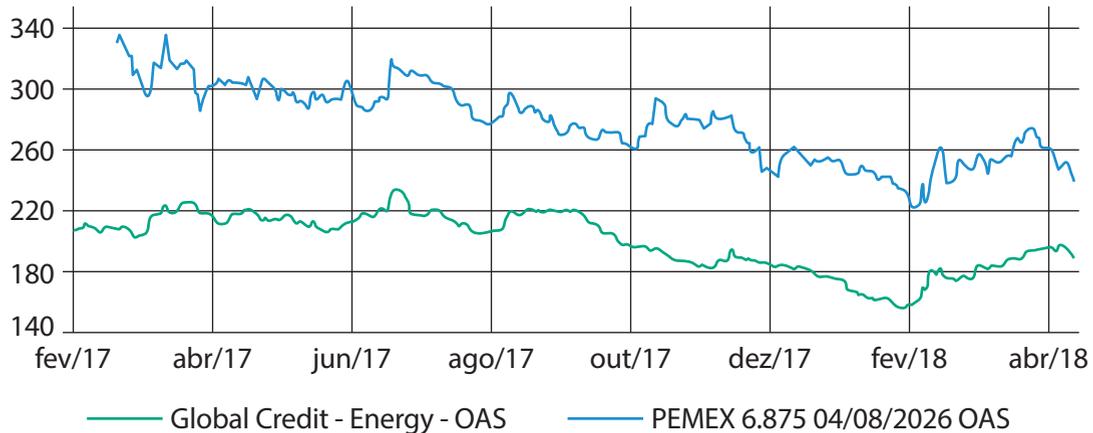
Durante nossa análise, no entanto, fatores ASG emergiram como temas recorrentes na discussão de crédito: o histórico de segurança do trabalho da empresa estava abaixo da média do setor e a empresa já havia registrado frequentes vazamentos de petróleo no passado. Vazamentos poderiam resultar em multas e em interrupção da produção, atrapalhando o perfil de fluxo de caixa da empresa. Por exemplo, a BP Plc teve de pagar uma multa de US\$ 13,8 bilhões após a explosão da plataforma Deepwater Horizon no Golfo do México. Acidentes com funcionários também podem resultar em multas.

Após a análise inicial do comitê de crédito, atribuímos uma nota ASG 4 (abaixo da média em uma escala de 1 a 5, sendo 1 a melhor nota) à Pemex, e decidimos abordar nossas preocupações em um engajamento focado em ASG com a empresa. Mantivemos os papéis adquiridos no processo da nova emissão, mas não adicionamos mais exposição ao crédito até que conseguíssemos conversar com a empresa sobre nossas preocupações ASG, apesar dos *valuations* relativamente atraentes dos títulos.

Durante nosso *call* inicial de engajamento em maio de 2017, as equipes de sustentabilidade e relações com investidores da Pemex falaram sobre alguns dos pontos que nos preocupavam. A empresa comentou que está bastante comprometida em melhorar a segurança do trabalho e a gestão ambiental por meio de iniciativas como uma campanha de tolerância zero para segurança, além do compromisso de reduzir as emissões de carbono em 25% até 2021. Discutimos como a empresa planeja atingir esta meta de emissões, e as equipes descreveram iniciativas para reduzir a queima de gás, implementar a cogeração de energia em várias instalações industriais, e promover melhorias de eficiência energética nas refinarias.

A administração da Pemex também destacou que um novo órgão de segurança do setor de petróleo e gás criado no México está procurando levar para o país todas as melhores práticas internacionais, tais como a adoção de e conformidade com normas técnicas internacionais. Esperamos que a nova matriz regulatória mexicana, em conjunto com as normas externas independentes de saúde e segurança, tenham impacto positivo sobre a empresa, uma vez que ela estará mais exposta às melhores práticas adotadas por concorrentes e parceiros.

Em novembro de 2017, elevamos a nota ASG da Pemex para 3 (estava em 4) para refletir o progresso da empresa nos seguintes fatores ASG: (1) melhoria na segurança para os funcionários (a frequência de lesões por milhão de horas trabalhadas/homem caiu 35% no terceiro trimestre de 2017 em comparação com o mesmo período do ano anterior); e (2) progresso na redução de resíduos ambientais e emissões (o reúso da água aumentou 66% em comparação com o ano anterior, e as emissões de óxido de enxofre caíram 45% no período). Após a revisão para cima na nota, aumentamos nossa posição em títulos de dívida da Pemex porque nos sentimos mais confortáveis com relação à capacidade da empresa de

FIGURA 16: PEMEX X ÍNDICE GLOBAL INVESTMENT GRADE ENERGY

Fonte: Barclays Live - Chart.

administrar riscos ASG, partindo do pressuposto de que o perfil de crédito continue estável e que os *valuations* sejam adequados.

Ao longo de 2017, os títulos de dívida da Pemex caíram cerca de 80 pontos-base, mas ainda assim tiveram desempenho melhor do que o do índice Global Investment Grade Energy em cerca de 45 pontos-base (**Figura 16**). As datas abaixo são importantes com relação ao investimento na Pemex:

- Fevereiro de 2017: Adição às carteiras via nova emissão para aumentar exposição em energia.
- Abril de 2017: Início da cobertura, nota ASG 4 (em uma escala de 1 a 5, sendo 5 a pior nota).
- Maio de 2017: Começo do engajamento com a equipe de Segurança e Meio ambiente da empresa.
- Novembro de 2017: Elevamos a nota ASG para 3 (era 4) para refletir
 - a melhoria na segurança para os funcionários (a frequência de lesões por milhão de horas trabalhadas/homem caiu 35% no terceiro trimestre de 2017 em comparação com o mesmo período do ano anterior); e
 - o progresso na redução de resíduos ambientais e emissões (o reúso da água aumentou 66% em comparação com o ano anterior, e as emissões de óxido de enxofre caíram 45% no período).
- Maio de 2018: As atualizações da empresa com relação a ASG incluem
 - um novo programa de conformidade; e
 - a redução na capacidade do governo de influenciar a composição do conselho de administração da empresa.

AMÉRICAS

(800) 247 8132 TELEFONE (EUA e Canadá)

+1 (434) 951 5499 TELEFONE

+1 (434) 951 5262 FAX

915 East High Street
Charlottesville, VA 22902-4868, USA

292 Madison Avenue
2nd Floor
New York, NY 10017-6323, USA

ÁSIA-PACÍFICO

+852 2868 2700 TELEFONE

+852 2868 9912 FAX

23/F, Man Yee Building
68 Des Voeux Road
Central, Hong Kong SAR

Si Wei (Beijing) Enterprise Management Consulting Co. Ltd.
Unit 5501, 55/F China World Tower B
No. 1 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing, 100004, China

CFA Institute India Private Limited
Naman Centre, Unit No. 103
1st Floor, Bandra-Kurla Complex, G Block, Bandra (East)
Mumbai 400 051, India

EUROPA, ORIENTE MÉDIO E ÁFRICA

+44 (0) 20 7330 9500 TELEFONE

+44 (0) 20 7330 9501 FAX

67 Lombard Street
7th Floor
London EC3V 9LJ
United Kingdom

Rue du Champ de Mars, 23
1050 Brussels, Belgium

ISBN: 978-1-942713-62-3

