



Integração de questões ESG em renda fixa

Itaú Asset: Specifics Guidelines

ITUB
LISTED
NYSE



Setembro, 2014

Apresentação

Este White Paper tem o objetivo de compartilhar as práticas da Itaú Asset Management no tema internacionalmente conhecido como Investimento Responsável, com foco na integração das questões Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa (em inglês ESG - Environmental, Social and Governance) na análise de Renda Fixa. Esta publicação complementa nosso primeiro White Paper sobre o Tema: Integração de Questões ESG na Avaliação de empresas(1).

Iniciamos revisando os conceitos e apresentando a evolução dos Investimentos Responsáveis (seção 1), com uma breve discussão sobre as potenciais vantagens em termos de métricas de risco-retorno vis-a-vis a abordagem tradicional de investimentos (seção 2).

Na seção 3, explicamos a construção dos blocos do método de integração ESG da Itaú Asset Management. Resumidamente, a metodologia procura precificar o impacto das questões ESG nas avaliações da mesa de crédito, de forma coerente com a filosofia da Itaú Asset Management.

Para concluir (seção 4), listamos as principais lições aprendidas com o desenvolvimento e implantação da metodologia ESG desenvolvida pela Itaú Asset Management e os próximos passos a serem percorridos para continuarmos a ser um player de relevância no tema, no Brasil e América Latina.

¹ Integração de Questões ESG na Avaliação de empresas, Itaú Asset Management, Setembro, 2013. Versão revisada, lançada em setembro 2014.

1. Investimento Responsável

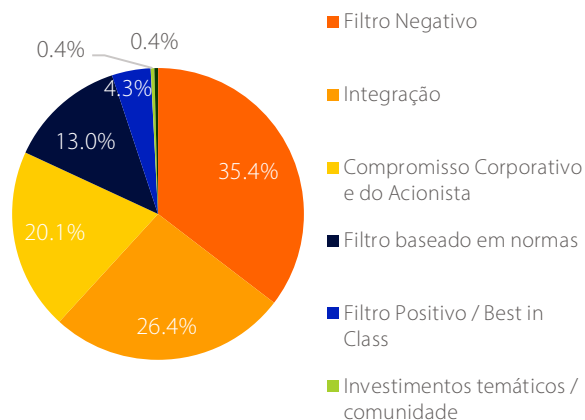
O Investimento Responsável é uma filosofia que leva em conta questões ambientais, sociais e de governança (que neste material chamaremos pela sigla ESG, do inglês Environmental, Social and Governance) no processo de seleção de ativos e comportamento como acionista. Os adeptos do Investimento Responsável incorporam questões ESG às suas decisões para obter retornos mais ajustados ao risco de seus portfólios. Também conhecido pela sigla SRI (Sustainable & Responsible Investment), é praticado há décadas com diferentes abordagens, ganhando impulso a partir de 2006, com o lançamento do PRI² (Principles for Responsible Investment), uma rede global de investidores institucionais apoiada pela ONU.

O PRI promove a adoção de seis princípios que norteiam a prática do Investimento Responsável e apoia seus signatários na implementação destes princípios.

A Itaú Asset Management foi a primeira grande gestora de investimentos do Brasil a aderir ao PRI, em 2008³. Desde então, tem trabalhado para a difusão dos princípios em nosso mercado. No mundo todo, o PRI tem mais de 1250 organizações signatárias, totalizando mais de US\$ 45 trilhões em ativos sob gestão (julho 2014). No Brasil, 64 organizações são signatárias, incluindo 33 gestores de recursos.

A trajetória é de crescimento em todos os mercados. Como maneira de comprovar esta tendência, temos como base uma pesquisa da Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)⁴ que apurou que, em 2012, pelo me-

Figura 1: Investimento Responsável dos Ativos Gerenciados - por Método



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2012

nos US\$ 13,6 trilhões sob gestão profissional no mundo⁵ seguiam a filosofia de Investimento Responsável, representando cerca de 22% dos ativos gerenciados nas regiões pesquisadas.

A experiência da Itaú Asset Management com Investimento Responsável é anterior à existência do PRI. Lançado em 2004, o Fundo Itaú Excelência Social Ações Fundo de Investimento⁶ (FIES) marca sua caminhada no desafio de integrar questões ESG à construção de portfólios.

No início de sua história, o FIES aplicava apenas a estratégia de exclusão de determinados setores/ empresas (filtro negativo) de sua carteira. Ao longo do tempo, sua estratégia de investimento evoluiu e tem servido como uma incubadora para o modelo de integração ESG desenvolvido pela Itaú Asset Management. Desde 2010, o FIES mantém a exclusão de determinados setores/empresas, aplicando também o método de integração ESG para os demais ativos elegíveis para investimento.

² Mais informações em www.unpri.org

³ Mais informações em www.unpri.org/signatories

⁴ Global Sustainable Investment Review 2012

⁵ EUA, Canadá, Europa, África, Ásia, Japão, Austrália

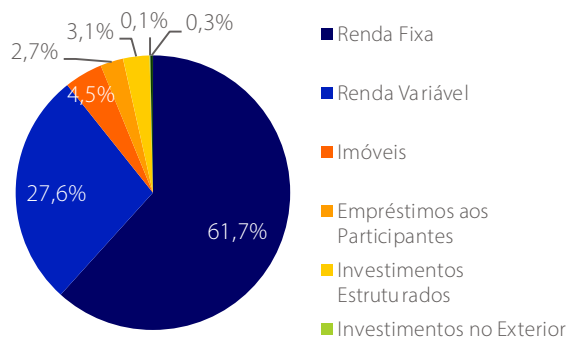
⁶ Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. No resgate de cotas do fundo, será utilizado o valor da cota em vigor no 1º dia útil da solicitação de resgate. O pagamento do resgate de cotas do fundo será efetivado no 4º dia útil após a solicitação do resgate. Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Material de divulgação do Fundo. Este fundo possui lâmina essencial de informações e prospecto. Estes documentos podem ser consultados em www.itaub.com.br

A partir de 2011, o método de integração ESG passou a ser adotado para os fundos de renda variável com gestão ativa da Itaú Asset Management.

Em 2014, a metodologia foi adaptada para aplicação na mesa de Renda Fixa, com foco nos principais emissores de debêntures e commercial papers. Essa aplicação representa uma expansão significativa da cobertura dos ativos da Itaú Asset Management, dado que o mercado brasileiro e o portfólio de nossos clientes têm uma alocação significativamente maior em renda fixa do que em renda variável.

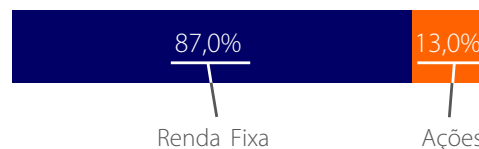
A Itaú Asset Management acredita que existe um caminho a ser percorrido através da Integração ESG. Em nossa recente experiência com essa abordagem, foi possível auferir maior precisão na análise das empresas brasileiras. No que diz respeito aos aspectos de governança, consideramos que nossos modelos de avaliação contemplam essas variáveis há algum tempo. Por isso, este documento trata prioritariamente das questões sociais e ambientais, que são a atual fronteira na gestão de investimentos no Brasil e no mundo.

Figura 2: Distribuição do Portfólio dos Fundos de Pensão Brasileiros (Fechados)



Fonte: ABRAPP (Associação Brasileira de Fundos de Pensão) março, 2014

Figura 3: Distribuição de Ativos: Renda Fixa x Variável no Brasil



Fonte: ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) julho, 2014

2. A Integração ESG na Renda Fixa

A Integração ESG vem ganhando adeptos no mercado global de investimentos a partir da premissa de que é possível gerar retornos adicionais (alfa) dados os mesmos níveis de risco. Desde então, diversos estudos “acadêmicos” confirmam esta correlação positiva, o que pode ser observado nas publicações de Margolis, Elfenbein & Walsh (2009), Beurden & Gossling (2008) e Endrikat, Guenther & Hoppe (2014).

Observamos um crescente número de estudos corroborando a materialidade das questões ESG nos títulos de renda fixa, particularmente para emissores financeiros e empresas. Abaixo, listamos uma seleção de alguns dos mais relevantes estudos realizados por acadêmicos e por praticantes do tema Investimento Responsável:

- Corporate Environmental Management and Credit Risk (Bauer and Hann, 2011);
- Employee Relations and Credit Risk (Bauer et al, 2010);
- Environmental Externalities and Cost of Capital (Chava, 2011);
- The impact of CSR on the cost of bank loans (Goss and Roberts, 2009);
- Environmental liabilities, bond ratings and bond yields (Graham and Maher, 2006);

- The effect of bad news on credit risk: a media based view of the pricing of CSR (Kolbel and Busch, 2013);
- The impact of environmental risk on the UK banking industry (McKenzie and Wolfe, 2004);
- Lender liability and value of collateral (Weber, Fenchel and Scholz, 2008).

Uma premissa relacionada ao tema investimento responsável pressupõe que os riscos e os retornos geralmente irão acontecer em prazos mais longos, dado que a adoção de práticas sustentáveis pode trazer mudanças estruturais nos modelos de negócio. Isto não impede que determinados temas ESG impactem nos resultados de empresas ainda no curto prazo, porém, os efeitos positivos da integração de questões ESG na gestão empresarial e nos modelos de avaliação de empresas em geral podem requerer ainda algum tempo para que se materializem nos portfólios. Nesta linha, Oikonomou e Pavelin (2014) identificaram que a performance ESG é melhor se correlacionada com os mais altos ratings de crédito (e menores taxas), quando os títulos possuem prazos mais longos.

A performance ESG também parece impactar positivamente outras características dos títulos de renda fixa, tais como tamanho das emissões, vencimentos e covenants, de acordo com Nandy e Lodh (2012). Já Arjaliès (2013) argumenta que títulos de renda fixa são selecionados levando-se em consideração a combinação de taxas, garantias e risco de desvalorização, sendo esta última a principal variável impactada por questões ESG. Este fator parece ser ainda mais importante quando o mercado secundário não tem liquidez e os títulos são mantidos até o vencimento (PRI, 2013).

Estudos acadêmicos voltados ao mercado brasileiro ainda são escassos, dado que o histórico de integração ESG no país ainda é pequeno e tipicamente focado em renda variável. No entanto, existem fortes indícios

do setor bancário brasileiro de que riscos ambientais e sociais são de grande relevância para a concessão de crédito⁷.

- 6 bancos brasileiros (incluindo os 5 maiores) são signatários dos Princípios do Equador, um padrão global para avaliação de questões socioambientais no financiamento de grandes projetos;
- 9 dos 10 maiores bancos comerciais (~85% dos ativos totais) aplicam critérios de gestão de risco socioambiental na concessão de crédito para Clientes Corporativos, e “Pequenas e Médias Empresas (PMEs);
- 19% dos pequenos e médios bancos possuem controle de risco socioambiental em seus sistemas de crédito;
- Agências brasileiras de análise de crédito oferecem análise ambiental de milhares de companhias,
- A perda de licenças ambientais ou casos de trabalho forçado, inclusive por fornecedores, obrigam bancos a congelarem linhas de crédito aos clientes;
- Organizações da Sociedade Civil buscam co-responsabilizar bancos por poluição ou crimes ambientais de seus clientes;
- A resolução do Banco Central do Brasil (2014)⁸ obriga todas as instituições financeiras a desenvolverem e publicarem suas políticas ESG, correlacionadas com os riscos de suas carteiras.

O tema continua sendo pesquisado e, questões ESG, tendem a ser uma boa explicação para a dissociação entre taxas e percepção de risco em títulos de dívidas (Derwall and Koedijk, 2009). Devido a tendência dos investidores buscarem retornos através desses ativos, muitos na prática já identificaram que companhias que ignoram práticas de investimento responsável emitiram títulos sem o adequado prêmio de risco.

Portanto, existe uma oportunidade significativa de diferenciação de “performance para os gestores de recursos que entenderem os riscos e oportunidades ESG entre setores, e que conseguirem desenvolver capacidades para antecipar a criação ou destruição de valor nas empresas.

3. Nossa Abordagem

Como gestores dos recursos de nossos clientes, temos a responsabilidade de buscar um completo entendimento das oportunidades e dos riscos envolvidos em nossas decisões de investimento.

Consideramos a importância de questões ambientais, sociais e de governança corporativa na medida em que possam impactar o valor dos ativos em que investimos.

A abordagem da Itaú Asset Management com relação ao tema Investimento Responsável tem como objetivo cumprir nosso dever fiduciário, gerando valor para nossos clientes por proporcionar um retorno mais ajustado ao risco de seus investimentos.

O método da Itaú Asset Management de integração de questões ESG no modelo de pesquisas de renda fixa consiste na inserção e avaliação de seu impacto no fluxo de caixa e nos seus indicadores de solvência da empresa pesquisada.

O objetivo é ajustar a definição de preço-alvo para os papéis listados em bolsa e identificar antecipadamente os eventos que podem criar ou destruir valor. Esta abordagem permite flexibilidade para os gestores de carteira, que utilizam as análises de acordo com suas estratégias e mandatos especí-

ficos. É importante considerar também se o emissor é uma instituição financeira ou uma empresa.

A Itaú Asset Management definiu diferentes indicadores para medir o impacto ESG em instituições financeiras e empresas. Estas

sofrem impacto em sua capacidade de gerar fluxo de caixa, enquanto as instituições financeiras podem ser afetadas em sua capacidade de construção de reservas de capital.

Os títulos soberanos representam um desafio diferente. Investidores brasileiros tendem a concentrar seus investimentos em ativos locais e estão habituados às altas taxas do mercado brasileiro. Deste modo, a maior parte dos títulos soberanos detidos pela Itaú Asset Management tem como emissor o Governo Federal Brasileiro. O fato de ter apenas um emissor diminui significativamente a possibilidade de integração de questões ESG na análise dos títulos.

A Itaú Asset Management acredita no potencial de geração de uma performance mais ajustada ao risco e, por isso, continua desenvolvendo seu método próprio de Integração ESG. Visto que as questões de governança (G) já estão incorporadas há mais tempo pelo mercado, apresentamos aqui o processo que praticamos na análise das questões ambientais

(E) e sociais (S) para análise dos títulos emitidos por companhias financeiras e não-financeiras.

O método não utiliza filtros negativos para restringir o universo de investimento por meio da exclusão de setores/empresas.

Figura 4: Método Itaú Asset Management de Integração ESG

Visão Geral do Método: Pesquisa ESG, Quantificação e Rating



3.1 1º Fase - Pesquisa ESG

Na fase de pesquisa, nossos analistas realizam uma busca por informações ESG relevantes para os diferentes setores e companhias cobertos. O processo de pesquisa é estruturado em 3 processos conforme abaixo:

Passo A: Dimensões (Multisetoriais)

Durante o desenvolvimento de nosso método, identificamos e agrupamos as principais questões ESG em 8 dimensões multisetoriais, organizadas a partir da relevância para cada setor.

As oito dimensões atuam como um “radar” para capturar informações ESG relevantes para o setor e para as companhias, sendo, no entanto, dado foco para os pontos materiais de cada setor. É importante mencionar que essa avaliação de materialidade é orientada especificamente para o mercado brasileiro, com seu contexto político, econômico, legal e cultural.

Figura 5 : Dimensões Multisetoriais

Riscos e oportunidades associados

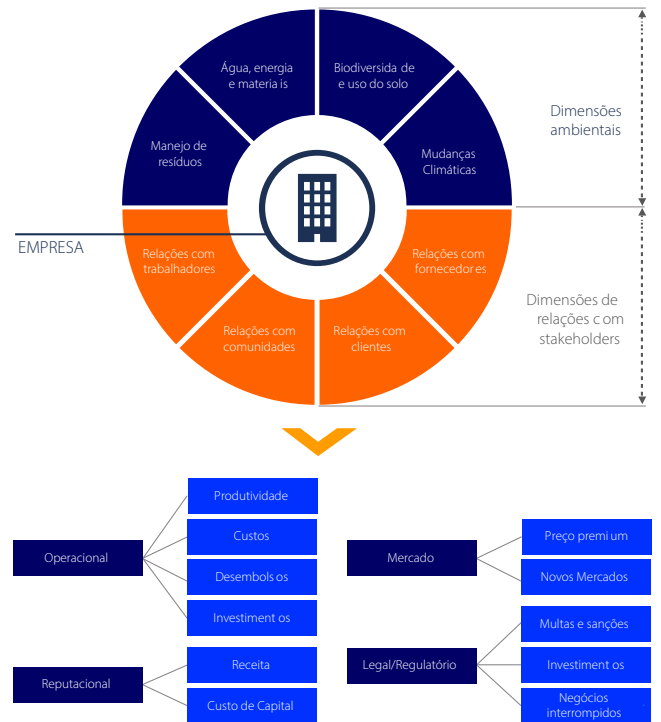


Figura 6: Dimensões Multissetoriais

Exemplo de materialidade em três setores diferentes

Dimensões	Telecomunicações	Construção Civil	Siderurgia
Mudanças climáticas	Baixa	Moderada	Alta
Biodiversidade e uso do solo	Baixa	Moderada	Baixa
Água, energia e materiais	Moderada	Moderada	Alta
Manejo de resíduos	Baixa	Alta	Moderada
Clientes	Alta	Alta	Baixa
Comunidades	Moderada	Alta	Alta
Fornecedores	Baixa	Moderada	Baixa
Trabalhadores	Baixa	Alta	Alta

Fonte: análise Itaú Asset Management

Passo B: Value drivers específicos do setor

Nessa etapa, os analistas adaptam as dimensões multissetoriais para a realidade de cada setor, o que inclui identificar riscos e oportunidades, derivar métricas e entender o horizonte temporal em que estes eventos podem

se materializar. Este ponto é particularmente importante para renda fixa, dado que os títulos possuem vencimento pré-determinado, portanto, os aspectos ESG são colocados como um potencial impacto no horizonte de investimento.

Figura 7: Dimensão Manejo de Resíduos

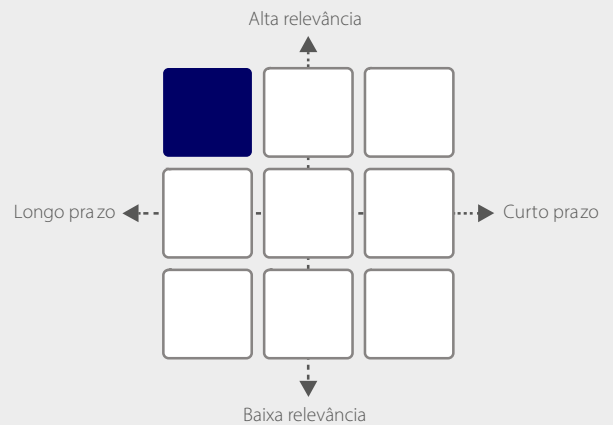
Exemplo de definição da relevância e prazo, qualificação dos riscos, oportunidades e métricas para o setor de Construção Civil

As construtoras são altamente expostas à nova Política Nacional de Resíduos Sólidos⁹, que cria um sistema de logística reversa para os seguintes pontos:

- **Operacional**, associado aos maiores custos com a destinação dos resíduos da construção ou, em alguns casos, renda adicional referente à venda de materiais recicláveis de alta demanda;
- **Regulatório**, referente às sanções por disposição inadequada dos resíduos sólidos ou poluição de rios ou nascentes de água.

As construtoras brasileiras possuem métodos bastante diferentes de construção e manejo de resíduos, com empresas líderes do setor claramente superando a performance das menores.

A aplicação de sanções, poderiam, e eventualmente, causar a parada na obra, causando atrasos e impacto no respectivo fluxo de caixa.



⁹ Estabelecido pela Lei Federal 12.305 de 02 de Agosto de 2012

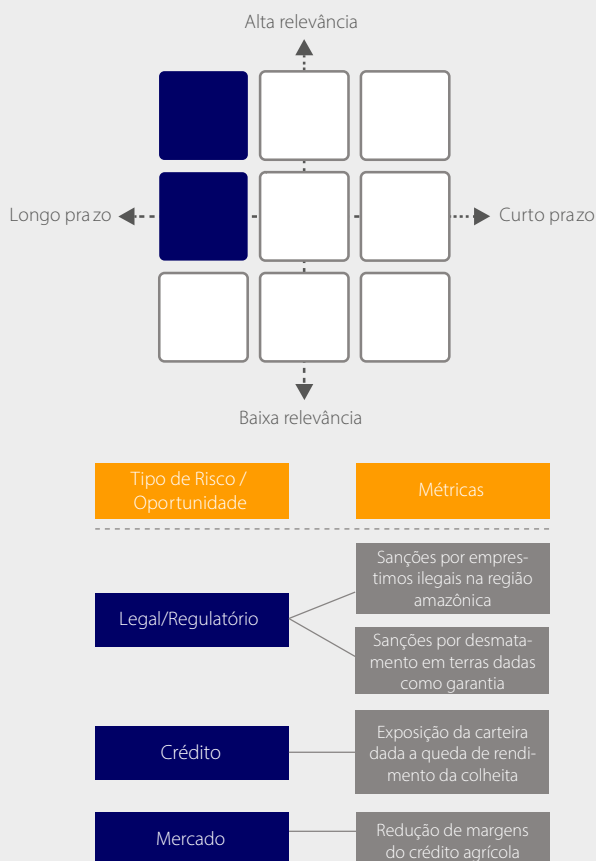
Figura 8: Exemplo – Biodiversidade e Uso do solo

Exemplo de definição da relevância e prazo, qualificação dos riscos, oportunidades e métricas para o setor de Bancos

Bancos que financiam o setor agrícola estão indiretamente expostos aos riscos relativos à biodiversidade e ao uso do solo, principalmente após a implantação do novo Código Florestal Brasileiro¹⁰.

- **Legal:** Sanções relativas a financiamentos ilegais na região Amazônica e desmatamento de terras dadas como garantia;
- **Crédito:** redução da produtividade devido à perda de biodiversidade;
- **Mercado:** Elevação dos desembolso mínimo para crédito rural, dadas as margens menores

Neste momento, no Brasil, muitos bancos estão desenvolvendo sistemas de gerenciamento de risco ESG para adequar-se à legislação do Banco Central do Brasil. Grandes bancos estão significativamente à frente dos pequenos e médios neste quesito.



Passo C: Rating de Crédito e o Desempenho da empresa

Na primeira etapa, identificamos os drivers idiossincráticos, exclusivos de uma única empresa. Desta forma, são analisadas as respostas da empresa às dimensões multissetoriais e aos drivers do setor.

Para a obtenção de informações por empresa, os analistas realizam uma varredura em

estudos setoriais e temáticos, relatórios das companhias e demais peças de comunicação oficiais, bases de dados estruturadas e não-estruturadas, fatos noticiosos e literatura correlata.

Adicionalmente a esses dados, visitas às empresas e consultas aos seus stakeholders têm se mostrado uma etapa fundamental da pesquisa ESG, por desfazer a subjetividade e aumentar a qualidade da informação.

Figura 9: Fontes de informação utilizadas na 1ª fase – Pesquisa



3.2. 2ª fase - Quantificação

A segunda etapa consiste na transformação das informações obtidas na fase de pesquisa, muitas delas físicas ou qualitativas, em dados quantitativos para projeção do fluxo de caixa. O analista inicia o processo de quantificação com as seguintes etapas:

- Identificação de métricas ou indicadores adequados para quantificar os impactos sociais e ambientais;
- Segregação de eventos recorrentes ou episódicos, destacando os que já são precificados na análise tradicional;
- Encontro das linhas do fluxo de caixa mais adequadas para refletir os impactos;
- Estimativa de probabilidades de concretização dos impactos, classificadas em “alta” (> 50%), “média” (25 a 50%) e “baixa” (< 25%), a serem utilizadas para simulações de performance;
- Aferição do horizonte temporal estimado para o impacto, classificado em “longo prazo” (> 5 anos), “médio prazo” (1 a 5 anos) e “curto prazo” (< 1 ano).

Para calibrar os impactos e projetá-los adequadamente ao fluxo de caixa futuro e na

qualidade das garantias, é necessária uma análise específica, que visa identificar:

- Variáveis gerenciáveis e não-gerenciáveis pela empresa, permitindo melhor interação dos analistas com os gestores das empresas e identificação das fontes de informação para as premissas de cálculo;
- Iniciativas relevantes da empresa para assumir posição diferenciada em seu setor de atividade, permitindo otimização do desempenho ESG e aumento de valor em longo prazo;
- Estágio de concretização dessas iniciativas (plano, projeto em fase inicial ou projeto em fase final);
- Iniciativas socioambientais pontuais ou efetiva mudança no modelo de negócios (alcance das mudanças, em função da participação percentual nos investimentos, receitas e despesas).

Após realizar o processo de quantificação e as devidas calibrações, o analista tem em mãos as variáveis necessárias para a inclusão das questões ESG no fluxo de caixa projetado e na qualidade dos ativos dados como colaterais, bem como a realização de testes de estresse e sensibilidade.

3.3. 3º Fase - Rating

Esta etapa envolve a integração dos dados ESG quantificados nos nossos modelos proprietários de rating. O objetivo aqui é encontrar o delta ESG dos emissores e ajustar nossos portfólios corretamente.

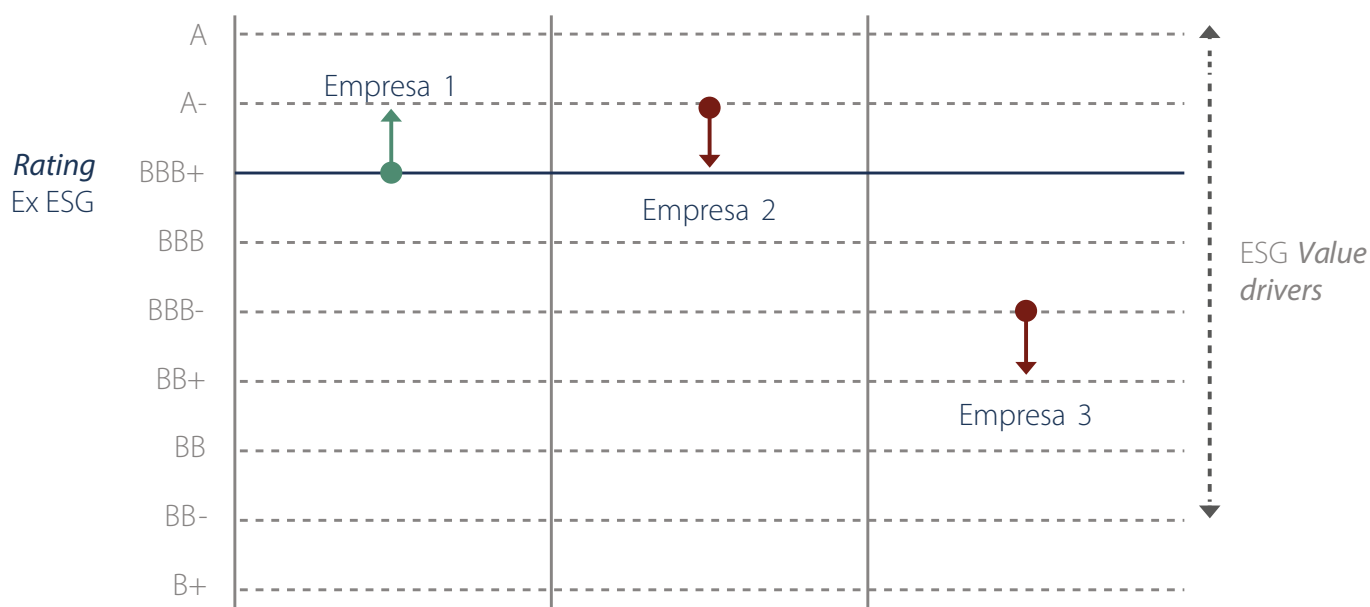
Os resultados são estudados exaustivamente e levados para análise qualitativa e aprovação do Comitê de Crédito. Os integrantes da equipe ESG também participam deste Comitê para defender sua posição em conjunto com o analista de crédito. Com base na avaliação

conjunta final, o Comitê de Crédito aprova as condições para aquisição dos títulos.

No caso de emissões de empresas, objetivo é determinar o apetite da Itaú Asset Management durante processo de bookbuilding da operação. Para as emissões privadas, o objetivo é determinar se existe espaço para negociação de garantias, taxas e prazos de vencimento. Para os títulos emitidos por instituições financeiras, dada a frequência das emissões e prazos curtos de vencimento, o rating tem como objetivo determinar e exposição máxima da Itaú Asset Management ao ativo.

Figura 10: Exemplo - Rating de crédito ajustado

Impacto das questões ESG em empresas do mesmo setor



4. Aprendizados e Conclusões

As questões sociais e ambientais são relevantes para os negócios e apresentam potencial de impactar o rating de crédito dos emissores e o custo do dívida dos emissores. A capacidade de incorporar essas questões em seu processo de análise de crédito e

construção de portfólios é um diferencial para gerar carteiras com uma melhor relação risco-retorno. Tal competência é desenvolvida por um processo rigoroso e disciplinado de pesquisa e quantificação, treinamento adequado, além de incentivos para os analistas de crédito e gestores de portfólio.

O método desenvolvido pela Itaú Asset Management inova ao integrar questões ESG nos modelos de renda fixa, pela projeção de seus impactos diretamente no fluxo de caixa das empresas. O monitoramento de oito dimensões multissetoriais e a aplicação da metodologia permitem à nossa equipe analisar riscos e oportunidades ligadas às questões ESG antes que se materializem.

Aprendemos que a materialidade dos riscos ESG variam significativamente de acordo com o emissor financeiro no Brasil. Grandes bancos tiveram impactos mínimos em suas necessidades financeiras, enquanto pequenos e médios bancos mostram maior impacto. Para emissores não-financeiros, o tamanho não é relevante. A exposição da indústria e da empresa a um determinado fator ESG é a chave para determinação do rating.

Ser um grande gestor de ativos de renda fixa, com uma grande variedade de estratégias para um público variado, exige expertise na alocação dos portfólios. A integração ESG ajuda a melhorar a distribuição dos títulos entre as carteiras, proporcionando retornos mais ajustados aos riscos para nossos clientes dos segmentos de varejo, private bank e clientes institucionais.

O método da Itaú Asset Management de integração ESG não exclui, a priori, qualquer empresa/setor do universo de investimentos, e pode ser ajustado para atender as necessidades de fundos exclusivos e carteiras administradas com mandatos específicos.

Por fim, é importante salientar que análise de crédito não é uma ciência exata, e a

inserção de questões não-financeiras, como as ESG, requer habilidades adicionais e aprendizado constante. Revisar e aperfeiçoar continuamente este método permitirá à Itaú Asset Management apresentar, continuamente, resultados coerentes com as expectativas de nossos clientes e a nossa filosofia de investimento.

5. Itaú Asset Management

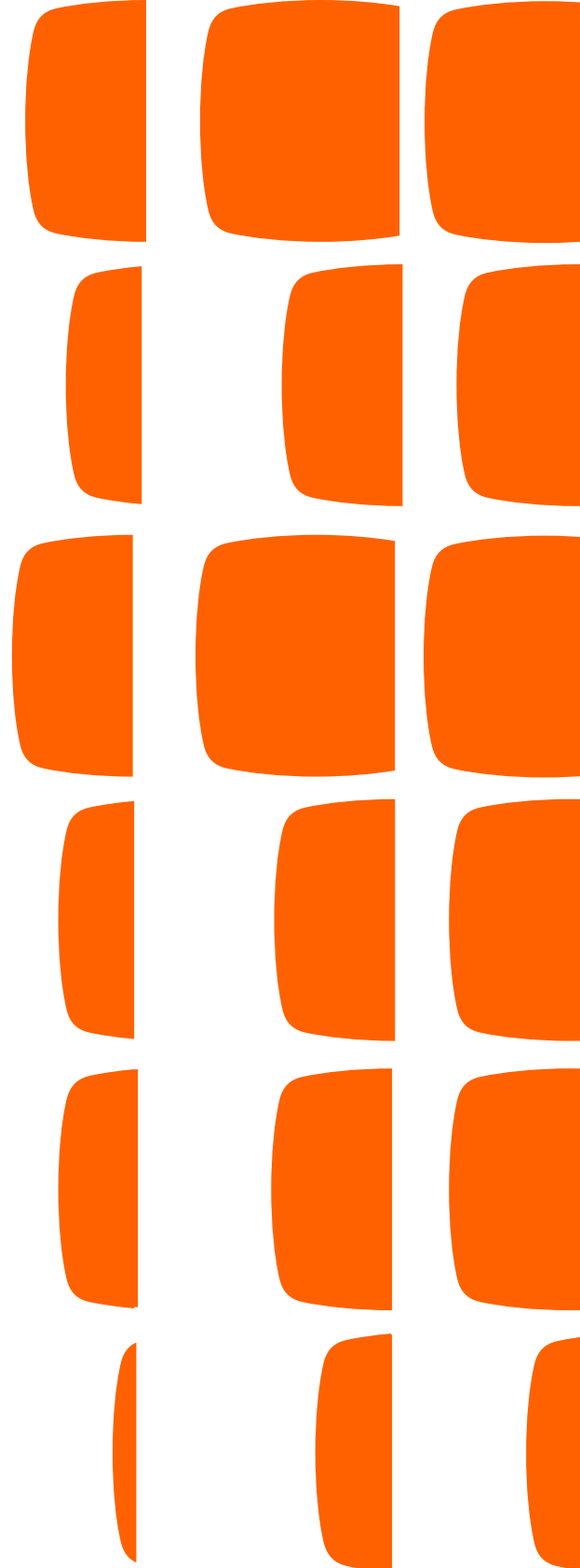
A Itaú Asset Management é divisão de gestão de recursos de um dos maiores bancos privados da América Latina, com mais de USD 163,5 bilhões de recursos de clientes sob gestão¹¹ e 350 funcionários focados em gestão de recursos ao redor do mundo.

Com presença nos principais centros financeiros do mundo, a Itaú Asset Management possui uma equipe de mais de 100 profissionais de investimento distribuídos entre São Paulo, Santiago e Nova Iorque. Além disto, mantém uma equipe de distribuição e apoio em São Paulo, Buenos Aires, Dubai, Londres, Hong Kong e Tóquio.

Com uma reconhecida equipe de pesquisa, a Itaú Asset Management realiza a cobertura de mais de 250 empresas da América Latina. Esta expertise, somada a mais de cinco décadas de experiência na gestão de recursos, nos habilita a oferecer um atendimento diferenciado na região.

Atendemos clientes entre os mais sofisticados investidores institucionais, em todo o mundo, incluindo fundos de pensão, fundos soberanos e endowments, oferecendo uma ampla variedade de produtos e soluções customizadas.

Integração de questões ESG nas avaliações de empresas



Apresentação

Este White Paper tem o objetivo de compartilhar as práticas da Itaú Asset Management¹ acerca do tema internacionalmente conhecido como Investimento Responsável. Introduzimos a abordagem que a Itaú Asset adota para a integração de questões socioambientais na avaliação de empresas, também conhecida como Integração ESG.

Apresentamos os conceitos básicos necessários à compreensão do investimento responsável (seção 1) e uma breve discussão sobre o diferencial, em termos de risco e retorno, que o investimento responsável pode obter sobre estratégias de investimento tradicionais (seção 2).

Em seguida, demonstramos o Método de Integração ESG desenvolvido pela Itaú Asset (seção 3), cuja abordagem busca precificar o impacto das questões ESG nas análises fundamentalistas, em coerência com a filosofia de investimento da casa.

Para concluir (seção 4), listamos as principais lições que a equipe Itaú Asset teve ao longo do desenvolvimento e implementação de seu próprio método.

¹ A Itaú Asset Management é o área do Itaú Unibanco especializado em gestão de recursos de clientes.

1. Investimento Responsável

O investimento responsável é uma filosofia de investimentos que leva em conta questões ambientais, sociais e de governança (ESG, do inglês environmental, social and governance) nos seus processos de seleção de ativos e comportamento como acionista. Os adeptos do investimento responsável incorporam tais questões às suas decisões para obter retornos mais ajustados ao risco de seus portfólios. Também conhecido pela sigla SRI (Sustainable & Responsible Investment), é praticado, com diferentes abordagens, desde o século XVIII, ganhando impulso a partir de 2006, com o lançamento do PRI² (Principles for Responsible Investment), uma rede global de investidores institucionais apoiada pela ONU. O PRI promove a adoção de princípios norteadores para a prática do investimento responsável.

A Itaú Asset Management **foi a primeira grande gestora de investimentos** do Brasil a **aderir ao PRI** em 2008.

Desde então, trabalha para a disseminação dos princípios em nosso mercado. No mundo todo, o PRI tem mais de 1200 organizações signatárias (outubro 2013), totalizando mais de 35 trilhões de dólares em ativos sob ges-

tão (AuM). No Brasil, 63 organizações são signatárias, incluindo 29 gestores de recursos.

Uma pesquisa da Global Sustainable Investment Alliance apurou que em 2012 pelo menos 13,6 trilhões de dólares sob gestão profissional no mundo³ seguiam a filosofia de investimento responsável⁴, representando cerca de 22% dos ativos sob gestão profissional nas regiões pesquisadas. A trajetória é de crescimento em todos os mercados.

A experiência da Itaú Asset com investimento responsável é anterior à existência do PRI. Lançado em 2004, o Fundo Itaú Excelência Social Ações Fundo de Investimento⁵ (FIES) marca sua caminhada no desafio de integrar questões ESG à construção de portfólios.

No início de sua história, o FIES aplicava apenas a estratégia de exclusão de determinados setores/empresas (negative screening) de “sua carteira. Ao longo do tempo sua estratégia de investimento evoluiu e serve como uma incubadora para o modelo de integração ESG desenvolvido pela Itaú Asset. Desde 2010, o FIES mantém a exclusão de determinados setores/empresas, aplicando também o método de integração ESG para os demais ativos elegíveis para investimento. A partir de 2011, o método de integração ESG passou a ser aplicado para os fundos de renda variável com gestão ativa da Itaú Asset.

ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial BM&FBOVSPA

“O ISE, criado em 2005, agrupa empresas listadas na Bolsa com bom nível de gestão das questões ESG. O lançamento do ISE foi um marco na história do investimento responsável no Brasil. A partir daquele momento o número de fundos com critérios ESG no país aumentou consideravelmente.

² Mais informações em www.unpri.org

³ EUA, Canadá, Europa, África, Ásia, Japão, Austrália

⁴ <http://www.gsi-alliance.org/resources/>

⁵ Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. No resgate de cotas do fundo será utilizado o valor da cota em vigor no 1º dia útil da solicitação de resgate. O pagamento do resgate de cotas do fundo será efetivado no 4º dia útil após a solicitação do resgate. Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Material de divulgação do Fundo. Este fundo possui lâmina essencial de informações e prospecto, estes documentos podem ser consultados em www.itaub.com.br

Porém, o patrimônio líquido desses fundos, atualmente com pouco mais de 2 bilhões de reais⁶, ainda é pouco expressivo se comparado com a indústria internacional. A maior parte desses fundos utiliza estratégias passivas ou ativas em cima da carteira teórica do ISE.

Após um período de maturidade do ISE, cresce agora o interesse do mercado por abordagens mais sofisticadas de inserção das questões ESG na análise de investimentos. Trata-se de adotar maneiras de lidar com o tema que não limitem o investimento responsável a fundos específicos, mas que permitam aos analistas integrar as questões ESG nos modelos tradicionais de análise fundamentalista, projetando seus impactos sobre linhas do fluxo de caixa e custo de capital das empresas.

A Itaú Asset Management acredita que existe um caminho a ser percorrido através da Integração ESG. Em nossa recente experiência com essa abordagem, foi possível auferir maior precisão na análise das empresas brasileiras. No que diz respeito aos aspectos de governança, consideramos que nossos modelos de avaliação contemplam essas variáveis há algum tempo. Por isso, este documento trata prioritariamente das questões sociais e ambientais, que são a atual fronteira na gestão de investimentos no Brasil e no mundo.

2. O Alfa ESG

A Integração ESG vem ganhando adeptos no mercado de investimentos global a partir da premissa de que podem gerar retornos adicionais (alfa) dados os mesmos níveis de risco. Desde então, diversos estudos realizados por atores do mercado e acadêmicos corroboram esta hipótese.

Uma análise de estudos empíricos conduzida pela Mercer⁷ em 2007 e 2009 indica a hipótese do alfa ESG em nível internacional: esta foi a conclusão de 20 dos 36 estudos avaliados. Enquanto 13 estudos sugerem correlação neutra entre ESG e desempenho financeiro, apenas 3 estudos encontraram alfa negativo. Destes últimos, todos os portfólios analisados utilizavam a abordagem dos filtros negativos (negative screening). Em conclusão, os estudos indicam que abordagens mais sofisticadas como Best in Class e Integração ESG entregam no mínimo desempenho neutro (13 estudos) e na maioria das vezes alfa positivo (20 estudos).

Alguns estudos demonstram alfa de questões ESG específicas, tais como:

- Eco-eficiência (DERWALL et al., 2005);
- Gestão ambiental (BAUER; HANN, 2009);
- Relações com trabalhadores (STATMAN; GLUSHKOV, 2009; EDMANS, 2011);
- Relações com comunidades (KEMPF; OSTHOFF, 2007; STATMAN; GLUSHKOV, 2009);
- Relações com clientes (GRUCA, 2005; FORNELL, 2006);
- Diversidade no conselho e top management (CENCI; HOEPNER; REZEC; SCHERTLER, 2012).

No entanto, capturar o alfa ESG nem sempre é fácil, visto que as abordagens mais sofisticadas demandam expertise: a performance de gestores com mais expertise ESG claramente supera a de gestores com menos expertise no tema, mas que oferecem carteiras/ fundos concorrentes (Gil-Bazo et al.,

⁶ANBIMA, categoria Renda Variável - Sustentabilidade e Governança, Abril 2013

⁷Demystifying Responsible Investment Performance (2007) e Shedding Light on Responsible Investment (2009)

2008). Esse ponto corrobora a importância dos investidores buscarem informações sobre qual estratégia ESG está sendo utilizada pelo gestor de seus recursos.

“Estudos acadêmicos, como os citados, acima ainda são escassos no mercado brasileiro, dado o histórico recente de incorporação de práticas ESG na gestão de recursos na indústria nacional. Por isso, é comum a comparação do desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o Ibovespa, onde percebe-se um descolamento favorável ao ISE a partir de 2011.

Um estudo de autoria do Prof. Ricardo Rochman da FGV (Figura 1), comparou o retorno e volatilidade dos fundos de ações enquadrados na Anbima na categoria Sustentabilidade. Os resultados mostram ampla vantagem dos fundos sobre o Ibovespa, em todos os intervalos de tempo analisados.

Outro estudo, de autoria de Dimas Hartz Pinto (UFRJ), indicou um empate técnico segundo critérios de significância estatística entre o desempenho de fundos com critérios ESG, que normalmente, no Brasil, são baseados no ISE, e fundos com gestão tradicional dentro das mesmas gestoras.

Figura 1: Fundos de Ação Sustentabilidade x IBOV

Fundos de Sustentabilidade apresentam retorno maior e volatilidade menor que o IBOV

Período findo em 31/05/12	Retorno acumulado dos fundos	Retorno acumulado do IBOV	Volatilidade dos fundos	Volatilidade do IBOV	Número de fundos
12 meses	-2,39%	-15,68%	15,87%	23,10%	15
24 meses	6,73%	-13,57%	14,24%	19,82%	15
36 meses	30,11%	2,43%	15,09%	19,38%	14
48 meses	-8,03%	-24,94%	22,41%	26,16%	12
60 meses	21,95%	4,25%	21,92%	25,37%	9
72 meses	65,06%	49,17%	20,64%	23,96%	9

Fonte: Exame.com (11/06/2012), a partir de estudo do Prof. Ricardo Rochman da FGV

A natureza dos investimentos responsáveis pressupõe a obtenção de retornos financeiros em prazos mais longos, uma vez que a adoção de práticas sustentáveis pode introduzir mudanças estruturais nos modelos de negócio. Esse ponto não impede que determinados temas ESG impactem resultados de empresas ainda no curto prazo, porém, os efeitos positivos da integração de questões ESG na gestão empresarial e nos modelos de avaliação de empresas em geral podem requerer ainda algum tempo para se manifestarem com clareza nas análises de desempenho de carteiras de investimento responsável.

Esse cenário representa grande oportuni-

dade de diferenciação de desempenho para os gestores que entenderem os riscos e oportunidades para os diferentes setores da economia e desenvolverem competências para antecipar a criação ou destruição de valor pelas empresas.

A Itaú Asset Management acredita no potencial de geração de alfa e por isso desenvolveu seu método proprietário de Integração ESG. Visto que as questões de governança já estão incorporadas há mais tempo pelo mercado, apresentamos aqui o processo que temos praticado na análise das questões E (ambientais) e S (sociais).

3. Método de Integração ESG da Itaú Asset Management

Como gestores dos recursos de nossos clientes temos a responsabilidade de buscar um completo entendimento das oportunidades e riscos envolvidos em nossas decisões de investimento.

Consideramos a importância de questões ambientais, sociais e de governança corporativa na medida em que possam impactar o valor dos ativos em que investimos. Nossa abordagem com relação ao tema investimento responsável tem como objetivo cumprir nosso dever fiduciário, gerando valor para nossos clientes por proporcionar um retorno mais ajustado ao risco de seus investimentos.

O método desenvolvido pela Itaú Asset de integração ESG na avaliação de empresas consiste na inserção dessas variáveis nos

modelos tradicionais de valuation, através da análise de seu impacto no fluxo de caixa e custo de capital da empresa analisada. O objetivo é ajustar a definição de preço alvo para os papéis listados em bolsa e identificar antecipadamente os eventos que podem criar ou destruir valor. Esta abordagem permite flexibilidade para os gestores, que utilizam as análises de acordo com suas estratégias e mandatos específicos.

O método, a priori, não utiliza filtros negativos (negative screening) que restrinjam o universo de investimento por meio da exclusão de setores/empresas. No entanto, esta abordagem pode ser aplicada como filtro adicional para clientes de fundos exclusivos ou carteiras administradas que possuam em seu mandato este tipo de restrição (Figura 2).

Figura 2: Método Itaú Asset Management de integração das questões ESG na avaliação de empresas

Três fases: pesquisa ESG, quantificação e valuation



3.1. 1ª fase – Pesquisa ESG

“Nesta primeira fase, é realizada uma busca por informações ESG relevantes para o valuation das empresas do setor a ser analisado. São três tipos diferentes de informações:

Passo A: Dimensões multissetoriais

Durante o desenvolvimento de nosso método identificamos 8 dimensões recorrentes em diversos setores que podem afetar o valor das empresas brasileiras de maneira abrangente. Estas dimensões são hierarquizadas a partir de sua materialidade para cada setor (Figura 3).

As 8 dimensões são utilizadas para identificação das principais questões ESG dos setores e empresas analisados. As equipes de pesquisa e gestão focam suas análises nas questões mais relevantes para cada setor, conforme exemplos a seguir (Figura 4).

Figura 3 : Dimensões Multissetoriais
Riscos e oportunidades associados



Figura 4: Dimensões Multissetoriais

Exemplo de materialidade em três setores diferentes

Dimensões	Telecom	Construção Civil	Siderurgia
Mudanças climáticas	Baixa	Moderada	Alta
Biodiversidade e uso do solo	Baixa	Moderada	Baixa
Água, energia e materiais	Moderada	Moderada	Alta
Manejo de resíduos	Baixa	Alta	Moderada
Clientes	Alta	Alta	Baixa
Comunidades	Moderada	Alta	Alta
Fornecedores	Baixa	Moderada	Baixa
Trabalhadores	Baixa	Alta	Alta

Fonte: análise Itaú Asset Management

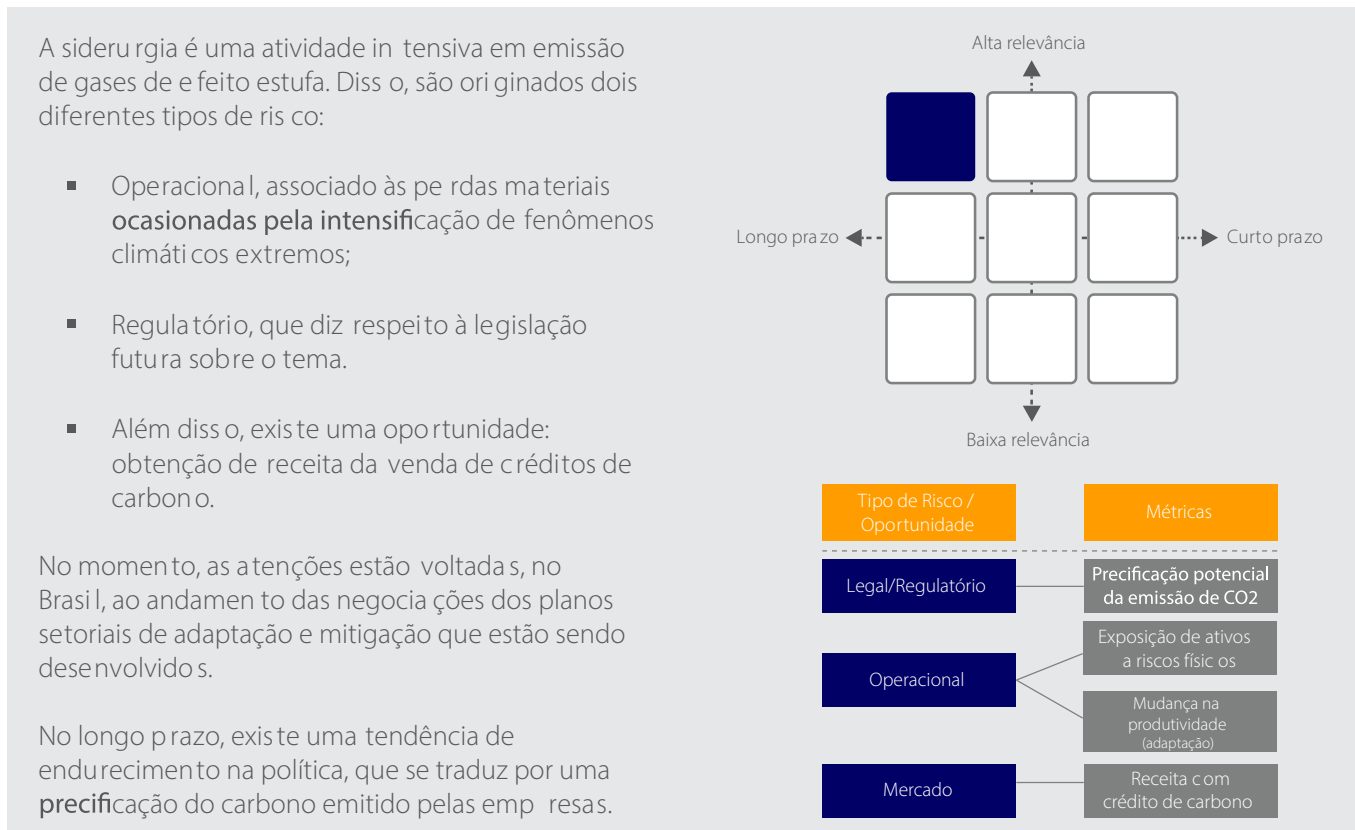
Passo B: Value drivers específicos do setor

Nessa etapa, os analistas adaptam as dimensões multissetoriais para a realidade de cada

setor, identificam riscos e oportunidades, derivam métricas e projetam impactos segundo diferentes horizontes temporais (Figura 5).

Figura 5: Dimensão Mudanças Climáticas

Exemplo de definição da relevância e prazo, qualificação dos riscos, oportunidades e métricas para o setor de siderurgia



Passo C: Desempenho da empresa

Consiste na identificação de drivers idiossincráticos, exclusivos de uma única empresa. Desta forma, são analisadas as respostas da empresa às dimensões multisetoriais e aos drivers do setor.

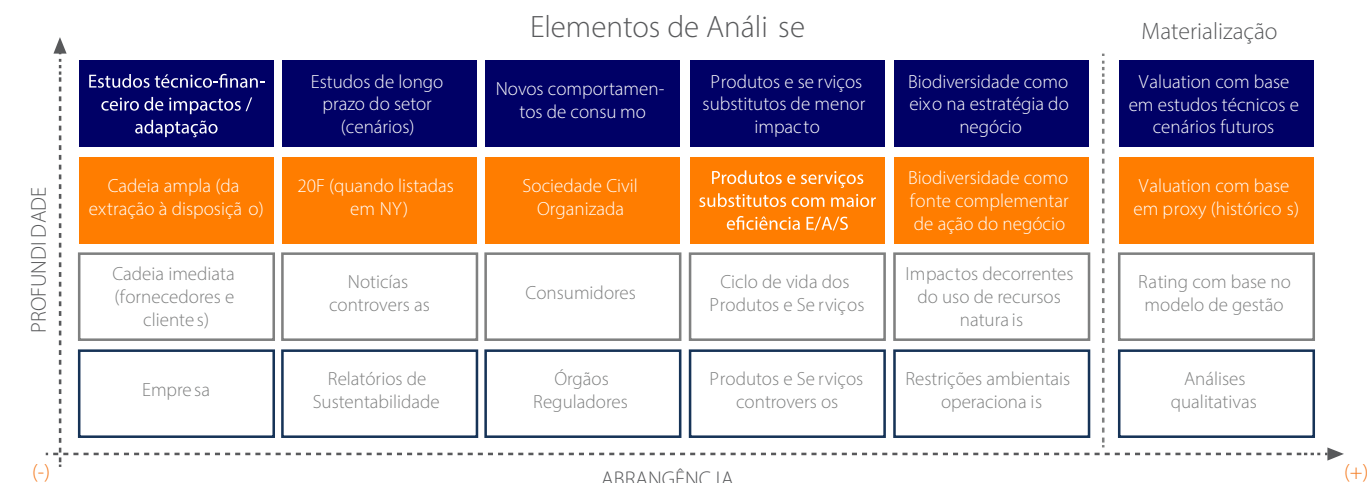
Para a obtenção de informações por empresa, os analistas realizam uma varredura em estu-

dos setoriais e temáticos, relatórios das companhias e demais peças de comunicação oficiais, bases de dados estruturadas e não estruturadas, fatos noticiosos e literatura correlata.

Adicionalmente, visitas às empresas e consultas aos seus stakeholders têm se mostrado uma etapa fundamental da pesquisa ESG, por desfazer a subjetividade e aumentar a qualidade da informação (Figura 6).

Figura 6: Fontes de informação utilizadas na 1ª fase – Pesquisa ESG

Elementos de análise, alguns exemplos



3.2. 2ª fase - Quantificação

A segunda etapa é o ponto crítico do processo de avaliação e consiste na transformação das informações obtidas na fase anterior em matéria-prima para o valuation. O analista inicia o processo de quantificação com as seguintes etapas:

- Determinação de indicadores ou métricas mais adequados para quantificar os impactos sociais e ambientais;
- Separação entre eventos recorrentes ou episódicos, separando os que já são precificados na análise tradicional;

“Identificação das linhas do fluxo de caixa mais adequadas para refletir os impactos;

- Estimativa de probabilidades de concretização dos impactos, classificadas em “alta” (> 75%), “média” (50% a 75%) e “baixa” (< 50%), a serem utilizadas para simulações de desempenho no cálculo do Valor Presente Líquido (VPL);
- Aferição do horizonte temporal estimado para o impacto, classificado em “longo prazo” (> 5 anos), “médio prazo” (1 a 5 anos) e “curto prazo” (< 1 ano).

Para calibrar os impactos e projetá-los adequadamente ao fluxo de caixa futuro é necessária uma análise específica, que envolve identificar:

- Variáveis gerenciáveis e não-gerenciáveis pela empresa, permitindo melhor interação dos analistas com os gestores das empresas e identificação das fontes de informação para as premissas de cálculo;
- Iniciativas relevantes da empresa para assumir posição diferenciada em seu setor de atividade, permitindo otimização do desempe-

no ESG e aumento de valor em longo prazo;

- Estágio de concretização dessas iniciativas (plano, projeto em fase inicial ou projeto em fase final);
- Iniciativas socioambientais pontuais ou efetiva mudança no modelo de negócios (alcance das mudanças, em função da participação percentual nos investimentos, receitas e despesas);
- Iniciativas socioambientais concentradas em atividades-meio ou atividades-fim.

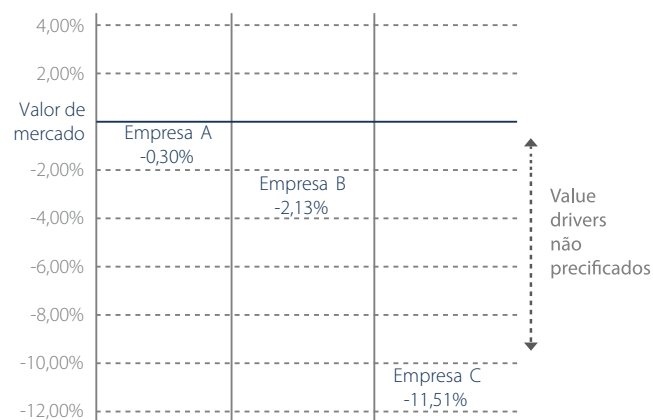
Após realizar o processo de quantificação e as devidas calibrações, o analista tem em mãos as variáveis necessárias para a inclusão das questões ESG no fluxo de caixa projetado e custo de capital, bem como a realização de testes de estresse e sensibilidade.

3.3. 3ª fase - Valuation

Após a etapa de quantificação, as informações são inseridas nos modelos de valuation que utilizam o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), com o objetivo de encontrar o Valor Presente Líquido (VPL) de temas que até então não estavam precificados e, finalmente, o valor justo da empresa ajustado às questões sociais e ambientais (Figura 7).

Figura 7 : Exemplo de Valuation

Impacto de uma questão ESG de alta materialidade no valor das empresas de um determinado setor*



* VPL da questão ESG dividido pelo valor de mercado das companhias em 23/maio/2012

4. Aprendizados e Conclusões

As questões sociais e ambientais são relevantes para os negócios e tem potencial de impactar o desempenho financeiro das companhias listadas em bolsa. A competência em incorporar essas questões no processo de análise e gestão de carteira é um diferencial para gerar alfa no contexto brasileiro. Tal competência é desenvolvida por meio de treinamentos para os analistas e de um processo rigoroso e disciplinado de pesquisa e quantificação.

O método desenvolvido pela Itaú Asset Management inova ao integrar questões ESG nos modelos de valuation tradicionais a partir da abordagem do fluxo de caixa descontado. O monitoramento de oito dimensões multissetoriais e a aplicação da metodologia permitem à nossa equipe analisar riscos e oportunidades ligadas às questões ESG antes que se materializem nos preços das ações.

Aprendemos que esses riscos não se materializam apenas de forma abrupta, por meio de eventos extremos, como por exemplo, a inclusão da empresa na lista suja do trabalho escravo, o que a impede de contratar novos financiamentos. O acúmulo de diferenças de desempenho mais sutis, de maneira gradual, pode passar despercebido pelo mercado. Monitorar indicadores de práticas trabalhistas ajuda não somente a medir a probabilidade de eventos extremos, mas também antecipa mudanças nos níveis de produtividade da força de trabalho, ocorrência de greves e criação de passivos que afetam paulatinamente as margens.

Na Itaú Asset, direcionamos grandes esforços para alinhar nossas práticas de gestão de

investimentos ao novo paradigma econômico, sempre cumprindo com nosso dever fiduciário visando oferecer aos clientes, sejam eles Pessoa Física, Private Bank, Institucionais ou Corporate um retorno mais ajustado ao risco. O método da Itaú Asset de integração ESG não exclui, a priori, qualquer empresa/ setor do universo de investimentos, e pode ser ajustado para atender as necessidades de fundos exclusivos e carteiras administradas com mandatos específicos.

Por fim, é importante salientar que valuation não é uma ciência exata, e a inserção de questões não financeiras, requer habilidades adicionais e aprendizado constante. Revisar e aperfeiçoar continuamente este método nos permitirá apresentar resultados aderentes às expectativas de nossos clientes aliados a nossa filosofia de investimento.

5. Itaú Asset Management

A Itaú Asset Management é a área do Itaú especializada em gestão de recursos de clientes. Somos a maior gestora privada de fundos da América Latina⁸, com mais de R\$ 358 bilhões⁹ de recursos de clientes sob gestão⁸. Contamos com aproximadamente 300 profissionais, com talentos individuais focados em entregar desempenho diferenciado e consistente em todas as estratégias de investimento que possuímos.

A combinação da solidez e tradição de uma grande instituição financeira com o dinamismo e o foco de uma gestora especialista permite oferecer produtos adequados para todos os perfis de clientes, considerando seus diferentes objetivos e apetite de risco.

⁸ Fonte Relatório Towers Watson, publicado em 2011 referente ao ano de 2010, disponível no site <http://www.towerswatson.com/assets/pdf/5707/PI500-Analysis-YE2010.pdf>

⁹ Fonte Ranking ANBIMA julho de 2013

As diretrizes setoriais ambientais, de saúde e segurança ocupacional são exemplos técnicos setoriais e específicos de boas práticas internacionais. Quando a Itaú Asset Management analisa uma oportunidade de investimento, sua Unidade ESG avalia as empresas com base nas melhores práticas ambientais, de saúde e segurança ocupacionais (EHS) e de acordo com a materialidade do SASB (Sustainability Accounting Standards Board - Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade). Para empresas do setor de energia, as seguintes diretrizes podem ser aplicadas.

1. Meio ambiente

As questões ambientais a seguir devem ser consideradas como parte de uma avaliação abrangente e um programa de gestão. Potenciais questões ambientais associadas com o setor de Energia incluem:

- Emissões atmosféricas
- Descarte de esgoto/efluentes
- Gestão de resíduos sólidos e líquidos
- Impactos terrestres e pegada de carbono da empresa
- Precificação de carbono e ativos ociosos
- Derramamentos

2. Saúde e Segurança Ocupacionais

As questões de saúde e segurança ocupacionais devem ser consideradas como parte de uma avaliação abrangente de riscos. O planejamento da gestão de saúde e segurança deve demonstrar uma abordagem sistemática e estruturada. Demonstrar os controles existentes para reduzir os riscos ao nível mais baixo quanto razoavelmente viável, avaliando se funcionários estão adequadamente treinados, e se os equipamentos são mantidos em condições seguras. É recomendada a formação de um comitê de saúde e segurança para acompanhamento do tema.

As questões de saúde e segurança do trabalho

para considerações adicionais em empresas de energia incluem:

- Incêndio e explosões
- Qualidade do ar
- Materiais perigosos
- Transporte
- Preparação para emergências

3. Saúde e Segurança das Comunidades

Os impactos de saúde e segurança da comunidade durante a construção e desmobilização de instalações são comuns aos da maioria dos impactos das outras instalações industriais. No caso de não haver atividades de construção e desmobilização durante o período de análise, o analista ESG deve avaliar a relação geral da empresa com as comunidades locais e suas partes interessadas no que tange às questões recomendadas:

- Riscos físicos
- Segurança
- Engajamento da comunidade

4. Conclusão, informações adicionais e engajamento com as empresas

Durante a análise da empresa, o analista ESG pode encontrar dificuldades técnicas ou analíticas. Para informações técnicas adicionais sobre normas de saúde e segurança ambiental (EHS) do setor de Materiais, acesse as normas detalhadas do IFC/WB em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/policies-standards/ehs-guidelines#IndustryEHS

No caso de não haver informações suficientes disponíveis, recomenda-se que o analista ESG entre em contato com a empresa e faça uma solicitação formal de informações. Este contato ou engajamento também pode ser usado para promover melhores práticas ambientais, de saúde e segurança ocupacional para a empresa analisada.

As diretrizes setoriais ambientais, de saúde e segurança ocupacional são exemplos técnicos setoriais e específicos de boas práticas internacionais. Quando a Itaú Asset Management analisa uma oportunidade de investimento, sua Unidade ESG avalia as empresas com base nas melhores práticas ambientais, de saúde e segurança ocupacionais (EHS) e de acordo com a materialidade do SASB (Sustainability Accounting Standards Board - Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade). Para empresas do setor de materiais, as seguintes diretrizes podem ser aplicadas.

1. Meio ambiente

As questões ambientais a seguir devem ser consideradas como parte de uma avaliação abrangente e um programa de gestão. Potenciais questões ambientais associadas com o setor de Materiais incluem:

- Emissões atmosféricas/qualidade do ar
- Materiais perigosos
- Uso do solo e biodiversidade
- Descarte de esgoto/efluentes
- Gestão de resíduos sólidos e líquidos
- Consumo/eficiência energética
- Precificação de carbono

2. Saúde e Segurança Ocupacionais

As questões de saúde e segurança ocupacionais devem ser consideradas como parte de uma avaliação abrangente de riscos. O planejamento da gestão de saúde e segurança deve demonstrar uma abordagem sistemática e estruturada. Os controles existentes para reduzir os riscos ao nível mais baixo quanto razoavelmente viável, avaliando se funcionários estão adequadamente treinados, e se os equipamentos são mantidos em condições seguras. É recomendada a formação de um comitê de saúde e segurança para acompanhamento do tema.

As questões de saúde e segurança do trabalho para considerações adicionais em empresas de materiais incluem:

- Saúde e segurança geral no ambiente de trabalho
- Materiais perigosos
- Exposição a perigos de poeira/biológicos/químicos
- Transporte

3. Saúde e Segurança das Comunidades

Os impactos de saúde e segurança da comunidade durante a construção e desmobilização de instalações são comuns em relação a outras instalações industriais. No caso de não haver atividades de construção e desmobilização durante o período de análise, o analista ESG deve avaliar a relação geral da empresa com as comunidades locais e suas partes interessadas no que tange às questões recomendadas:

- Riscos físicos
- Programas de controle geológico e geotécnico em grandes áreas, especificamente focados em estabilidade do solo
- Armazenamento, uso e transporte de produtos químicos
- Preparação e Resposta para Emergências
- Engajamento da comunidade

4. Conclusão, informações adicionais e engajamento com as empresas

Durante a análise da empresa, o analista ESG pode encontrar dificuldades técnicas ou analíticas. Para informações técnicas adicionais sobre normas de saúde e segurança ambiental (EHS) do setor de Materiais, acesse as normas detalhadas do IFC/WB em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/policies-standards/ehs-guidelines#IndustryEHS

No caso de não haver informações suficientes disponíveis, recomenda-se que o analista ESG entre em contato com a empresa e faça uma solicitação formal de informações. Este contato ou engajamento também pode ser usado para promover melhores práticas ambientais, de saúde e segurança ocupacional para a empresa analisada.”

Referências

Artigos Acadêmicos

- ALLEN, L.; GUO, H.; WEINTROP, J. The information content of quarterly earnings in syndicated bank loan prices: NYU Working Paper. New York University. August, 2004. Available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294453>. Accessed 12 May 2014.
- ARJALIÈS, D. L. Why integrating socially responsible investment in fixed-income investment has been more difficult than in equity investment? exploring the role of calculative devices in the transformation of logics and practices. Working Paper. Paris: HEC Paris. August, 2013. Available at: <http://www.hbs.edu/faculty/conferences/2013-sustainability-and-corporation/Documents/Arjalies-Full_paper.pdf>. Accessed 10 May 2014.
- ATTIG, N. et al. Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of Business Ethics*, v. 117, n. 4, p. 679–694, May 2013.
- BAUER, R.; HANN, D. Corporate environmental management and credit risk. Working Paper. Maastricht: European Centre for Corporate Engagement (ECCE). Maastricht University. June, 2010. Available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1660470>. Accessed 25 Apr 2014.
- BEURDEN, P.; GÖSSLING, T. The worth of values – a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, v. 82, n. 2, p. 407–424, 26 Aug 2008.
- CHAVA, S. Environmental externalities and cost of capital. Working Paper. Georgia: Georgia Institute of Technology. 2011. Available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1677653>. Accessed 25 Apr 2014.
- CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, v. 23, n. April 2013, p. 1–23, 2014.
- DERWALL, J.; KOEDIJK, K. Socially responsible fixed-income funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 36, n. 1-2, p. 210–229, Jan 2009.
- ENDRIKAT, Jan; GUENTHER, Edeltraud; HOPPE, Holger. Making sense of conflict- ing empirical findings: a meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. *European Management Journal*, p. 1–17, doi:10.1016/j.emj.2013.12.004, 2014.
- FABOZZI, F. J. Mercados, análise e estratégias de bônus. 3a ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000. p. 816
- FRITZ, J.; BUSCH, T. The effect of bad news on credit risk: a media based view of the pricing of corporate social responsibility. DSF Policy Paper, No. 40. Duisenberg: Duisenberg School of Finance. November, 2013. Available at: <http://www.dsf.nl/assets/cms/File/Research/DSF%20Policy%20Paper%20No%2040%20The%20effect%20of%20bad%20news%20on%20credit%20risk_November%202013.pdf>. Accessed 22 May 2014.
- GOSS, A.; ROBERTS, G. S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans the impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, v. 35, n. 7, p. 1794–1810, 2011.
- HAIH, M.; HAZELTON, J. Financial Markets: a tool for social responsibility? *Journal of Business Ethics*, v. 52, n. 1, p. 59–71, Jun 2004.”
- IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA). Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos. São Paulo, IBGC, 2007. JIMENEZ, G.; SALAS, V.; SAURINA, J. Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics*, v. 81, n. 2, p. 255–281, Aug 2006.
- MARGOLIS, J. D.; ELFENBEIN, H. A.; WALSH, J. P. Does it pay to be good...and does it matter? a meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. Working Paper. [S.l.: s.n]. 2007. Available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866371>. Accessed 15 May 2014.
- MENZ, K.-M. Corporate social responsibility: is it rewarded by the corporate bond market? a critical note. *Journal of Business Ethics*, v. 96, n. 1, p. 117–134, 22 Feb 2010.
- NANDY, M.; LODH, S. Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, v. 25, p. 83–93, Dec 2012.
- OIKONOMOU, I.; PAVELIN, S. The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *The Financial Review*, v. 49, n. 1, p. 49–75, 2014.
- PRI-PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. Fixed income work stream: discussion paper. London: [s.n]. 2011. Available at: <http://intranet.unpri.org/resources/files/2011-06-14_PRI_Fixed_Income_Discussion_Paper.pdf>. Accessed 20 Apr 2014.
- PRI-PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. Corporate bonds - spotlight on ESG risks. London: [s.n]. 2013. Available at: <http://d2m27378y09r06.cloudfront.net/viewer/?file=wp-content/uploads/PRI_CORPORATE_BONDS_SPOTLIGHT_ON_ESG_RISKS_2013.pdf>. Accessed 20 Apr 2014.
- SCHNEIDER, T. E. Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the U.S. pulp and paper and chemical industries. Thomas E. Schneider. *Contemporary Accounting Research*, v. 28, n. 5, p. 1537–1561, Dec 2011
- SHARFMAN, M. P.; FERNANDO, C. S. Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, v. 592, n. December 2007, p. 569–592, 2008.
- THOMPSON, P. Bank lending and the environment: policies and opportunities. *International Journal of Bank Marketing*, v. 16, n. 6, p. 243–252, 1998.
- THOMPSON, P.; COWTON, C. J. Bringing the environment into bank lending: implications for environmental reporting. *The British Accounting Review*, v. 36, n. 2, p. 197–218, Jun 2004.
- WEBER, O.; FENCHEL, M.; SCHOLZ, R. W. Environmental risks into the credit risk management process of banks. *Business Strategy and the Environment*, v. 159, n. July 2006, p. 149–159, 2008.
- WEBER, O.; SCHOLZ, R. W.; MICHALIK, G. incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and the Environment*, v. 50, n. November 2008, p. 39–50, 2010.

- “ADLER, T.; KRITZMAN, M. The cost of socially responsible investing. *Journal of Portfolio Management*, v.35, n.1, 2008.
- AMAMESHI, K. Different Markets for Different Folks: Exploring the Challenges of Mainstreaming Responsible Investment Practices. *Journal of Business Ethics*, v.92, p. 41-56, 2010.
- BELLO, Z. Socially responsible investing and portfolio diversification, *The Journal of Financial research*, v. XXVIII, n. 1, p. 41-57, 2005.
- BEURDEN P.; GOSSLING, T. The Worth of values – a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, v. 82, p 407-424, 2008.
- CAMPOS, F. M.; LEMME, C. F., Investimento socialmente responsável no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações brasileiros que consideram questões ambientais e sociais, *Revista Eletrônica de Administração - UFRGS*, v.15, n.2, maio-agosto 2009.
- CARDOSO, L. G. D. S.; LEMME, C. F. Em busca das justificativas empresariais para as iniciativas ambientais das empresas brasileiras líderes na publicação de relatórios de sustentabilidade. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 5, n. 2, p. 63-78, mai./ago. 2011.
- CAVALCANTE L. R. M. T.; BRUNI A. L.; COSTA, F. J. M. Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na bolsa de valores de São Paulo. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v.3, n.1, p.70-86, abr. 2009.
- DELAI, I.; TAKAHASHI, S. Uma proposta de modelo de referência para mensuração da sustentabilidade corporativa. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 2, n. 1, p. 19-40, jan./abr. 2008.
- DERWALL, J.; GUENSTER, N.; BAUER, R.; KOEDIJK, K. The ecoefficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, v.61, n.2, 2005.
- EPSTEIN, M. J.; ROY, M. J. Making the business case for sustainability: linking social and environmental actions to financial performance. *Journal of Corporate Citizenship*, v. 9, p. 79-96, 2003.
- EPSTEIN, M. J.; ROY, M. J. Sustainability in action: identifying and measuring the key performance drivers. *Long Range Planning*, v. 34, p. 585-604, 2001.
- GALEMA, R.; PLANTINGA, A.; SCHOLTENS, B. The stocks at stake: return and risk in socially responsible investment, *Journal of Banking & Finance*, n. 32, p. 2646–2654, 2008.” “GIL-BAZO, J.; RUIZ-VERDÚ, P.; SANTOS, A. The performance of socially responsible mutual funds: the role of fees and management companies, *Journal of Business Ethics*, n. 94, p. 243–263, 2009.
- HORVÁTHOVÁ, E. Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics*, v.70, n.1, p. 52-59, 2009.
- HUMPHREY, J.E; LEE, D. D.; SHEN, YAOKAN. Does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance*, v. 18, p. 626-639, 2012.
- NILSSON, J. Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility. *International Journal of Bank Marketing*, v.27, No 1, p. 5-31, 2009.
- RENNEBOOG, L.; HORST, J. T.; ZHANG, C. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, v.32, n.9, p. 1723-1742, 2008.
- SALEH, M.; ZULKIFLI, N.; MUHAMAD, R. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility disclosure and financial performance in an emerging market. *International Business Research*, v. 2, n. 1, p. 1-21, jan. 2009.
- SALZMANN, O.; IONESCU-SOMERS, A.; STEGER, U. The business case for corporate sustainability: literature review and research options. *European management journal*, v. 23, n. 1, p. 27-36, 2005.

SCHRÖDER, M. The performance of socially responsible investments: investment funds and indices, *Financial Markets and Portfolio Management*, v. 18, n. 2, p.122- 142, 2004.

SINGH, R.K.; MURTY, H.R.; GUPTA, S.K.; DIKSHIT, A.K. An overview of sustainability assessment methodologies. *Ecological Indicators*, v. 15, p. 281-289, 2012.

VAN DER LAAN, G.; VAN EES, H.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. *Journal of Business Ethics*, v. 79, p. 299–310, 2008.

WEN, S. Institutional investor activism on socially responsible investment: effects and expectations, *Business Ethics: A European Review*, v. 18, n. 3, 2009.

Relatórios técnicos

EFFAS-The European Federation of Financial Analysts Societies. KPIs for ESG: A guideline for the integration of ESG into financial analysis and corporate valuation. version 1.2, 2009.

EUROSIF. European SRI Study, 2012.

IFC-INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. IFC Sustainable Investment Country Reports: sustainable investment in Brazil 2009, 2009.

JACOBS B. W.; SINGHAL V. R.; SUBRAMANIAN R. An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm. Atlanta: Georgia Institute of Technology, 2008.

LEMME, C. F. O valor gerado pela sustentabilidade corporativa. In Zylbersztajn D.; LINS, C. Sustentabilidade e geração de valor: a transição para o século XXI. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MAHLER, D.; BARKER, J.; BESLAND, L; SCHULZ, O. The performance of sustainability-focused companies during the financial crises. Chicago: A. T. Keane, 2009.

MARGOLIS, J. D.; ELFENBEIN, H. A.; WALSH, J. P. Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance, 2007.

MERCER. Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts, 2009." "SALTZMAN, O.; STEGER U.; IONESCU-SOMERS A. Quantifying economic effects of corporate sustainability initiatives – Activities and drivers. In: FORUM FOR CORPORATE SUSTAINABILITY MANAGEMENT. Lausanne: International Institute for Management Development, 2005.

UNEP FINANCE INITIATIVE. Universal Ownership - Why environmental externalities matter to institutional investors. 2010. Disponível em: <<http://www.unpri.org>>.

UNEP FINANCE INITIATIVE & MERCER. Demystifying responsible investment performance: a review of key academic and broker research on ESG factors, A joint report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer, 2007.

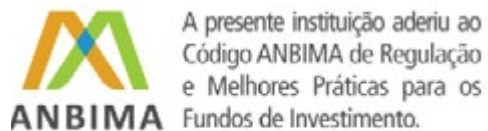
UNEP FINANCE INITIATIVE. Show me the money: linking environmental, social and governance issues to company value. Geneva, Switzerland. UNEPFI, 2006.

UNEP FINANCE INITIATIVE. Translating ESG into sustainable business value: Key insights for companies and investors. Geneva, Switzerland. UNEPFI, 2010.

YACHNIN & ASSOCIATES; SUSTAINABLE INVESTMENT GROUP;

CORPORATE KNIGHTS. The sEffect: translating sustainable development into financial valuation measures: a pilot analytical framework. Canada: Yachnin & Associates, 2006.

Consultas, informações e serviços transacionais acesse itau.com.br ou ligue 4004 4828 (capitais e regiões metropolitanas) ou 0800 970 4828 (demais localidades), todos os dias, 24 horas por dia ou procure sua agência. Reclamações, cancelamentos e informações gerais ligue para o SAC: 0800 728 0728, todos os dias, 24 horas por dia. Se não ficar satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria: 0800 570 0011, em dias úteis, das 9h às 18h. Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficiente auditivo/fala: 0800 722 1722, todos os dias, 24 horas por dia.





Contatos

Itaú Brasil Asset Management
+55 11 5029 8216

Itaú Middle East Ltd.
+971 4 440 8355

Itaú UK Asset Management
+ 44 207 663 7837

Itaú USA Asset Management
+ 1 212 710 6778

Itaú Chile Administradora General de Fondos S. A
+ 56 2 2686 0635

Itaú Japan Asset Management
+ 81 3 3539 3847

Itaú Asia Securities Ltd.
+ 852 3657 2368"