

TÍTULO: FINANÇAS SUSTENTÁVEIS E O CASO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL DA BOVESPA

Mario Monzoni – Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas- monzoni@fgvsp.br

Rachel Biderman – Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – rbiderman@fgvsp.br

Renata Brito - Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – rbrito@fgvsp.br

Resumo:

O presente artigo apresenta um histórico da construção do modelo de investimento socialmente responsáveis (SRI) no Brasil e no Mundo. Apresenta o histórico e metodologia de formulação do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BOVESPA (ISE), destacando os desafios de criação de uma nova ferramenta para o mercado de ações brasileiro a fim de detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade.

I – Introdução

Charles Dow, ao publicar sua média aritmética das onze principais ações do momento no *Costumer's Afternoon Letter*, um boletim de notícias de duas páginas, não poderia imaginar os desafios que, inspirados em sua singela média, analistas enfrentariam dali em diante em busca do mais apurado termômetro para o mercado de ações. Muita coisa mudou desde 1884, quando a Dow Jones & Co, de Charles Henry Dow e Edward Jones, publicou aquele primeiro índice do mercado acionário até o *online trading* de hoje.

Os índices têm por finalidade indicar o comportamento do mercado acionário como um todo, ou de um segmento econômico específico. O índice Ibovespa, por exemplo, foi desenhado com a finalidade de instruir os investidores, administradores de recursos, corretoras de valores, departamentos de pesquisa e indivíduos em geral, a respeito do comportamento do mercado acionário como um todo. Há ainda índices segmentados representativos do comportamento de uma parte determinada do mercado, como é o caso do grupo das ações mais negociadas (*blue chips*) ou o grupo das ações de tecnologia mais negociadas nos Estados Unidos (NASDAQ).

Na tentativa de sinalizar o comportamento médio dos preços das ações e servir de parâmetro para a identificação das tendências gerais, alguns índices do mercado acionário se tornaram tão relevantes que hoje são considerados termômetros das expectativas de investidores em relação ao futuro desempenho da economia. E, sem exceção, todos esses índices seguem as sete regras básicas listadas pelos maiores especialistas do setor: representatividade; liquidez; regras claras; transparência; receptividade; potencial para sub-produtos e derivativos; e finalmente baixo *turnover* e custos de transação.

O presente artigo apresenta a história e os desafios de criação de uma nova ferramenta para o mercado de ações - o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa – a fim de detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade. Pretende-se demonstrar como o ISE pode se tornar uma ferramenta para premiar as empresas com clara estratégia de geração de valor por meio da sustentabilidade, para que possam se tornar cada vez mais alvos relevantes para investimentos.

Pretende-se demonstrar também que o ISE deve servir para pessoas comuns que aplicam seu dinheiro em fundos de ações, acreditando que os fundos e bancos estão investindo o dinheiro com segurança, com base em ampla análise de riscos, que devem incluir o risco ambiental, os passivos sociais e trabalhistas, assim como boas práticas de governança corporativa e ética.

Espera-se que o ISE sirva de instrumento para despertar a consciência das empresas e dos investidores. Nesse sentido, Sjöström (2004) sugere que seja expandindo o círculo de influência de atores influenciados por esse tipo de instrumentos. Os impactos positivos devem ir além das empresas abertas, incluindo os demais públicos interessados (*stakeholders*), como a sociedade civil, governo e órgãos reguladores, mídia e analistas de mercado, que também se beneficiam das informações, *benchmark* e da padronização proporcionada pelo índice.

II - Investimentos Socialmente Responsáveis

Investimentos socialmente responsáveis, ou “SRI” do inglês *Social Responsible Investments*, são também chamados de “fundos éticos” ou “fundos verdes”. Foram criados na última década e refletem valores morais da sociedade. O autor Cowton (1994) define investimentos éticos como aqueles que usam critérios sociais ou éticos na seleção ou gerenciamento dos portfólios.

Esse tipo de preocupação não é nova. A incorporação de princípios éticos nas decisões de investimento teve início há 200 anos, com a imposição de restrições de investimentos por grupos religiosos americanos. No entanto, foi nas últimas décadas que esse tipo de mecanismo se aprimorou, e mais recentemente vem se generalizando.

Nos anos 60, conceitos como responsabilidade social corporativa e prestação de contas (*accountability*) nasceram embalados nas discussões sobre a Guerra do Vietnã, o Apartheid na África, a luta pelos direitos civis nos EUA e a igualdade de direitos das mulheres. Nos anos 70, entraram em pauta também as questões trabalhistas e os protestos anti-nucleares.

Nas décadas de 1980 e 1990 multiplicaram-se iniciativas e discussões na temática ambiental, fomentados pelo crescimento do movimento ambientalista, descobertas científicas, e por grandes acidentes ambientais como os de Bhopal na Índia, Chernobyl na antiga União Soviética e Exxon Valdez no Mar do Norte. Desastres ecológicos, mudança climática global, destruição de ecossistemas e da biodiversidade, desertificação e degradação da camada de ozônio trouxeram o meio ambiente para o centro das discussões. Além disso, a explosão das tecnologias de informação e mídia ampliaram muitíssimo o acesso à informação na sociedade contemporânea. E o mercado de ações não ficou imune a esses fenômenos.

No século 21 nasceu a agenda de sustentabilidade, reconhecendo os vários problemas sociais e ambientais não tratados pelos sistemas econômicos. Grupos de pressão da sociedade começam a exigir mais responsabilidade das empresas em lidar com problemas mundiais, muitos deles considerados externalidades das atividades econômicas. Cientes do poder fiduciário dos

investidores e financiadores nas estratégias das empresas, a sociedade civil organizada passou a pressionar, cobrando a responsabilização dos acionistas pelos impactos sócio-ambientais das empresas. Enquanto as empresas deram início às discussões sobre responsabilidade corporativa, o setor financeiro iniciou o debate sobre o investimento socialmente responsável.

Nesse contexto surgiram várias metodologias aplicadas para o SRI, como a utilização de filtragem (*screening*), acrescida de métodos de seleção com base em critérios sócio-ambientais. Essas iniciativas têm ganhado adeptos nos mercados americano e europeu principalmente. O resultado tem sido um crescente mercado de fundos SRI. Segundo o Social Investment Forum (SIF), havia nos Estados Unidos em 2005 US\$ 2.29 trilhões investidos em fundos com algum filtro social. O crescimento desses fundos foi 11% superior ao crescimento do mercado de investimentos em ações nos 10 últimos anos.

O filtro negativo (*negative screening*), ou a exclusão de setores ou empresas como bebidas alcoólicas, tabaco e armamentos, foi a metodologia usada originalmente por muitas iniciativas. Na evolução do tema surgiu o filtro positivo (*positive screening*), quando os investimentos passaram a ser direcionados apenas para as empresas empreendedoras das melhores práticas sócio-ambientais (*best in class*) (WILLIS 2003). Esse tipo de filtro não pressupõe a exclusão prévia de setores. No entanto, mesmo entre os 'iguais', selecionados por esse tipo de filtro, pode haver variações nos resultados, dependendo do rigor dos critérios propostos.

Ainda que possa parecer um contra-senso, a metodologia do ativismo do acionista (*shareholder activism* ou *shareholder engagement*), muito propagada na atualidade, prevê que o investimento em empresas com desempenho sócio-ambiental insuficiente pode ser alterado através da participação ativa dos acionistas (KLD 2006). Este processo parte do princípio de que a pressão do voto do acionista pode mudar a forma de gestão da empresa. Para tanto a representação acionária deve ser significativa ou haver acordo de acionistas para a condução dos assuntos. Alguns importantes fundos de pensão, como o Calpers, fundo de pensão para funcionários públicos da Califórnia - e administradores (*asset management*), como o Robeco (administrador de fundos da Holanda do Rabobank), usam essa metodologia.

Fica claro que os investidores podem alterar a forma de condução dos negócios em uma empresa, pois a pressão do mercado acionário é constante sobre os gestores. Desta forma não se pode desprezar iniciativas de introdução de aspectos sócio-ambientais na decisão de investimento e a alocação dos recursos do mercado investidor para empresas de melhor conduta.

Apesar da universalização das práticas e de alguns conceitos, os fundos de SRI ainda são vistos como produtos de nicho mercado. A denominação "social" é comumente mal interpretada e remete a noções de ação social, ou filantropia, ao invés de boas práticas corporativas. Porém, ultimamente, vários aspectos defendidos sob a bandeira do SRI têm sido incorporados na agenda de investidores tradicionais. As questões de governança corporativa e transparência tornaram-se obrigatórias, com a Lei de Sarbane-Oxley que entrou em vigor em Julho de 2002. Reguladores têm adotado padrões anteriormente só encontrados no SRI (MEISLING 2004). Desde 2003 a França tornou obrigatória a publicação de relatórios impacto sócio-ambiental. Assim, a bandeira do SRI vem ganhando o mundo.

III – Investimentos Socialmente Responsáveis no Brasil

A experiência brasileira com Investimentos Socialmente Responsáveis teve início em janeiro de 2001, quando o Unibanco lançou o primeiro serviço de pesquisa para fundos verdes. Os relatórios do banco, contendo informações sociais e ambientais de empresas listadas na Bovespa, a bolsa de valores do Brasil, destinavam-se exclusivamente aos fundos socialmente responsáveis no exterior. No final de 2001, o Banco Real ABN Amro lançou os Fundos Ethical FIA, os dois primeiros fundos SRI em mercados emergentes. Em 2004, o Banco Itaú lançou o fundo Itaú Excelência Social, com foco no desempenho na área de responsabilidade social corporativa.

Nos últimos quatro anos, temas como desempenho sócio-ambiental e governança corporativa passaram a fazer parte do vocabulário de gestores brasileiros que, anteriormente, encarariam estes temas como excesso de romantismo. As crises éticas enfrentadas por gigantes internacionais como Enron e WorldCom mostraram a fragilidade de demonstrativos financeiros e auditores independentes na ausência de transparência, o que fortaleceu o setor de SRI. O incentivo de protagonistas como a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (Apimec) ao debate sobre sustentabilidade no mercado de capitais foi fundamental para que analistas de investimentos ampliassem o escopo de suas análises.

IV – Sustentabilidade e os índices: uma breve história

São muitos os padrões e diretrizes existentes no tema da responsabilidade sócio-ambiental. Na avaliação e comparação de empresas com relação a aspectos sócio-ambientais há ainda o desafio da transparência e padronização e dos quesitos. E com o interesse de investidores e demais públicos nas atividades desenvolvidas pelas empresas, multiplicam-se os questionários a serem preenchidos para avaliações, o que já começa a gerar um certo desgaste e a tentativa de uniformização de padrões. Muitos dos questionários tocam na mesma questão com apenas nuances diferentes e fundamentalmente procuram as mesmas respostas. Neste cenário o surgimento de índices de sustentabilidade ajudam na formação de um modelo para comparação entre empresas com caráter inter-temporal.

Os índices incluem empresas que seguem um certo padrão corporativo e adotam critérios sócio-ambientais. Os índices são úteis a analistas e investidores pois servem como parâmetro para a comparação da performance de fundos SRI. E, finalmente, os índices auxiliam investidores na escolha de empresas e ações para investir, servindo como critério principal ou complementar na escolha das ações. Os índices são organizados por diferentes instituições e aplicam-se a portfólios distintos, até mesmo dentro do mesmo universo de empresas, como no caso do Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI), um dos índices mais conhecidos.

Mesmo com objetivos similares, em termos de prover uma avaliação das empresas em quesitos de sustentabilidade, os índices diferem na sua metodologia. Vários índices usam o filtro negativo, aplicando critérios de exclusão de setores como primeiro filtro. Mas, nenhum deles se limita à exclusão como metodologia. Após o filtro inicial, as empresas restantes são selecionadas de acordo com outros critérios de responsabilidade corporativa e melhores práticas em termos sócio-ambientais, de governança corporativa, ou ainda com relação a políticas de desenvolvimento.

Segundo levantamento do SIF, em 1995 havia 55 fundos de investimentos baseados em critérios sociais e ambientais, ou SRI. Em 2003, após o lançamento dos índices Dow Jones Sustainability Index (DJSI) e FTSE4good e do licenciamento de produtos atrelados a eles,

existiam 200 fundos formulados para investidores modernos com os mais variados perfis, de fundos éticos e religiosos a fundos com bases técnicas de última geração.

Líder em índices desde a época de Charles Dow, o Dow Jones foi o primeiro grande grupo do setor a incorporar sustentabilidade aos seus produtos. O DJSI foi lançado em 1999 pela Dow Jones Indexes e a Sustainable Asset Management (SAM), gestora de recursos da Suíça especializada em empresas comprometidas com responsabilidade social, ambiental e cultural (SAM 2003). O índice, que acompanha o desempenho financeiro de empresas líderes no campo do desenvolvimento sustentável, incluiu 318 empresas de 24 países na edição referente ao período 2004-2005. A seleção das companhias é feita a partir de um amplo questionário centrado em desempenho ambiental, social e econômico, que inclui ainda indicadores de governança corporativa (FLATZ 2003). O DJSI adota a metodologia *best in class*, excluindo apenas companhias do setor de defesa com mais de 50% do faturamento oriundo da venda de armas.

Inspirados pela experiência norte-americana, a Bolsa de Londres e o Financial Times lançaram em 2001 o índice FTSE4good. A série, composta por quatro índices, foi desenvolvida pela empresa de pesquisa Ethical Investment Research Service (EIRIS), do Reino Unido, e avalia o desempenho de empresas globais por meio de critérios ambientais, de direitos humanos e de engajamento de *stakeholders* (FTSE 2004). Em sua análise, no entanto, excluem as indústrias bélica, nuclear e tabagista.

A África do Sul foi o primeiro país emergente a incorporar a sustentabilidade ao mercado de ações e lançou, via Bolsa de Valores de Johannesburg (JSE), um índice SRI em 2003. Fortemente inspirado no FTSE4Good, o índice exclui os setores de tabaco, álcool e jogos de azar e introduz o tema da governança corporativa como um dos pilares de análise. Nesse índice o *rating* é feito a partir de critérios sociais, econômicos, ambientais e de governança corporativa, avaliados do ponto de vista de políticas, gestão, desempenho, reporting e consulta pública. Alguns critérios são eliminatórios e, portanto, as empresas devem pontuar nestas categorias para figurar no *ranking* do JSE (JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE 2004).

V – Histórico da Criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BOVESPA (ISE)

Conectada ao movimento de segmentação nos mercados internacionais, a Bovespa lançou o Novo Mercado e foi a primeira bolsa a unir-se aos signatários do Pacto Global (*Global Compact*) das Nações Unidas (U.N. 2004). Como parte deste processo, e instigada pela carência de um *benchmark* para os fundos SRI, propôs a criação de um grupo de trabalho (GT) para a elaboração de um índice de sustentabilidade. Constituído inicialmente por representantes de instituições protagonistas em temas relativos à responsabilidade e à governança corporativa, meio ambiente e mercado de capitais, o grupo definiu as diretrizes básicas para a criação do índice e o desenho de uma proposta técnico-financeira ao Internacional Finance Corporation (IFC), braço privado do Banco Mundial e financiador da pesquisa sobre a metodologia do índice.

O grupo de trabalho originário deu lugar ao Conselho do ISE (CISE), composto pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), Associação Nacional de Bancos de Investimentos (Anbid), Apimec, Bovespa, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, IFC, a Secretaria de Desenvolvimento Sustentável do Ministério do Meio Ambiente e Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase). Este se retirou do CISE após decisão de não-exclusão de setores polêmicos, como tabaco, armas e bebidas.

A exemplo de outros índices do mundo, a Bovespa uniu esforços com o Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVces) da FGV-EAESP, especializado no tema de finanças sustentáveis e sustentabilidade empresarial, no esforço de construção do índice.

VI- Objetivos e Princípios do ISE

O principal objetivo do índice é criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações.

O índice também constitui ferramenta para análise comparativa do desempenho das empresas listadas na BOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada na eficiência econômica, no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa. Deve servir para instruir os interessados em entender melhor e distinguir entre empresas e grupos empresariais comprometidos com a sustentabilidade empresarial, e diferenciá-los em termos de qualidade, nível de compromisso, transparência, desempenho, dentre outros fatores relevantes para investidores com preocupações éticas.

Esse índice poder servir como mais um instrumento no equacionamento dos desafios impostos na busca do desenvolvimento sustentável, por constituir ferramenta que poderá ajudar as empresas a assegurarem menos desperdícios e a proteção dos direitos socioambientais, ao mesmo tempo em que geram mais valor, e conseqüentemente mais riqueza e mais lucro. Pode servir também para sinalizar para as empresas e grupos empresariais quais são os prováveis caminhos para a construção de uma economia mais eficiente sob o ponto de vista do uso dos recursos naturais e menos impactante sobre o meio ambiente e sociedade, potencializando o valor dos produtos e serviços por unidade de recurso ambiental aplicado.

A criação desse índice tem importância também no contexto internacional. Trata-se de um importante exemplo que o Brasil dá para o restante do mundo e para os mercados de bolsas de valores.

A definição dos critérios e indicadores para averiguação da sustentabilidade das empresas selecionadas foi baseada numa série de princípios consagrados em literatura sobre a matéria de sustentabilidade empresarial. Segundo o Global Reporting Initiative (GRI 2004) esses princípios devem incluir:

- Informação ao Público: grau e qualidade de comunicação da empresa com seus diferentes públicos.
- Comparabilidade: possibilidade de comparar dados entre empresas de diferentes setores.
- Auditabilidade / rastreabilidade: possibilidade de verificação dos dados informados pela empresa.
- Abrangência: possibilidade de exaurir as informações relevantes num amplo espectro de temas.
- Relevância: as informações avaliadas devem ter significância no processo de análise para fins de detecção da sustentabilidade das empresas.
- Temporalidade: possibilidade de comparação de informações num mesmo período de tempo.

VII – Processo de Construção da Metodologia do ISE

O Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (GVces) foi incumbido pela BOVESPA de construir a metodologia do índice e contou, além de sua equipe, com a colaboração de especialistas e instituições parceiras, como a AMCE e o IBGC, para a consecução dessa tarefa. Na medida em que a equipe avançava na formulação de propostas de metodologia, critérios, indicadores, processos de consultas, dentre outras medidas, submetiam-nas à aprovação do Conselho do ISE em suas reuniões periódicas. Cada uma das decisões tomadas pelo Conselho foram acompanhadas de profundas discussões com a equipe incumbida da construção do índice.

A equipe designada para a formulação do ISE iniciou seu trabalho no primeiro semestre de 2004, partindo de uma ampla revisão de literatura sobre boas práticas, indicadores e relatórios de sustentabilidade empresarial. Dentre as principais fontes consultadas para a identificação de um benchmark mínimo para o índice, constam: o balanço social do Ibase (IBASE 2004), as diretrizes do Instituto (ETHOS 2004), o Global Reporting Initiative (GRI 2002), o Global Compact das Nações Unidas (U.N. 2004), o Índice de Sustentabilidade Ambiental do Global Leaders for Tomorrow Environment Task Force (Universidades de Yale - YCELP e Columbia University – CIESIN) (YALE e COLUMBIA 2005), além dos questionários aplicados e documentos dos índices DJSI, FTSE4Good e da JSE.

O processo de construção do ISE inspirou-se também nos modelos participativos comuns à gestão sócio-ambiental. Incluiu a oitiva e consulta aos atores relevantes, visando o contínuo aprimoramento dos modelos intermediários propostos. Envolveu também a coleta de depoimentos de profissionais engajados nos temas sob análise. Em diversas ocasiões durante os anos de 2004 e 2005 foram realizadas reuniões com especialistas nas matérias que compõem as dimensões do índice, que participaram por meio de workshops, consultas públicas ou pontuais, ou na revisão de documentos intermediários.

Por se tratar de uma nova ferramenta a ser utilizada pelo mercado financeiro brasileiro, não bastava e não seria razoável simplesmente utilizar os modelos de índices aplicados aos casos das bolsas de valores estrangeiras. Nem se tratava tampouco de construção de um modelo de *Reporting* (formulação de relatórios) sobre práticas sustentáveis, mais abertos e amplos. Outro desafio era a formulação de critérios e indicadores baseados em dados qualitativos. Foram necessários muitos meses de trabalho para se criar um novo modelo, aplicável à realidade das empresas que operam no Brasil, e ainda, que refletisse as peculiaridades sócio-econômicas, ambientais e de governança corporativa mais relevantes.

Foi realizada uma audiência pública para apresentação da metodologia do índice no dia 10 de agosto de 2005, no auditório da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo. Na ocasião compareceram aproximadamente 230 pessoas, representativas dos setores de investimentos, organizações não-governamentais, empresas abertas e fechadas, listadas ou não listadas na BOVESPA, jornalistas, analistas e operadores de mercado, acadêmicos, estudantes, bancos, fundos de pensão, advogados, empresas de auditoria, dentre outros. Na oportunidade, os integrantes da equipe formuladora da metodologia apresentaram a minuta de questionário base para avaliação das empresas, detalhando os critérios e indicadores propostos em todas as dimensões sob análise (Gerais, Natureza do Produto, Governança Corporativa, Econômico-Financeira, Ambiental e Social). Foram intensos e profundos os questionamentos e sugestões apresentados, muitos dos quais serviram para a readequação do questionário base.

Após a audiência pública foram recebidos ainda muitos comentários por escrito, através de um canal eletrônico aberto para sugestões. Depois do prazo para sugestões, a equipe fez ampla revisão das mesmas, muitas das quais foram acatadas, e foi promovida a adequação do questionário. Depois desse processo de finalização do questionário, foi criado um sistema eletrônico numa plataforma protegida da Internet, submetido a um processo de beta-teste antes do envio do convite definitivo para as empresas se engajarem no processo de avaliação do índice.

As empresas responderam o questionário via sistema eletrônico, mediante credenciamento de senhas para profissionais específicos designados pelas empresas listadas. Durante o período aberto para preenchimento do questionário, o GVces manteve um sistema de *hot-line* (linha aberta telefônica) para esclarecimento de dúvidas das empresas interessadas em responder o questionário.

VIII- Metodologia

O Conselho do Índice fez uma série de pré-definições que foram apresentadas à equipe do GVces e parceiros, muitas das quais representaram enormes desafios. Uma delas foi a de que a análise das empresas não seria dividida por setores, mas que todas as empresas, de diferentes características e perfis, seriam comparadas dentro de um sistema único. Ficou definido também que apenas seriam convidadas a participar do processo aquelas empresas consideradas “mais líquidas” no mercado de ações, ou seja, aquelas com desempenho econômico-financeiro estável e relevante.

A – Conceito

O conceito-base do ISE é o do triple bottom line (TBL), introduzido por John Elkington em 1998 no livro *“Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business”* (ELKINGTON 1998). Segundo esse conceito os elementos econômico-financeiros, sociais e ambientais devem ser avaliados de forma integrada. Aos princípios do TBL foram acrescentados critérios e indicadores de governança corporativa, seguindo o modelo do índice da Bolsa de Johannesburg (JSE), o que deu origem a um quarto grupo temático. Os quatro blocos temáticos foram precedidos por um grupo de indicadores gerais e de natureza do produto.

Tornou-se necessário destacar um grupo de indicadores sobre natureza do produto dada a dificuldade de análise trans-setorial (comparação de empresas de diferentes setores) e de setores polêmicos como os de tabaco, armas e bebidas, cuja natureza do produto poderia ser considerada moralmente questionável, ou ainda impactante sob o ponto de vista de saúde pública.

B - Dimensões

As dimensões econômico-financeira, social e ambiental foram divididas em quatro conjuntos de critérios: Políticas (indicadores de comprometimento); Gestão (indicam adoção de planos, programas, metas e sistemas de monitoramento); Desempenho (indicadores de performance, ou de desempenho); e Cumprimento Legal (avaliam o cumprimento de legislação nas áreas de concorrência, consumidor, trabalhista, ambiental, entre outras).

A dimensão ambiental, dada a relevância e diferença de impactos sobre o meio ambiente dos diversos setores, considera a natureza dos negócios. Esta solução metodológica foi inspirada na proposta em parte na metodologia do EIRIS (EIRIS1999). As demais empresas foram divididas em dois níveis de impacto ambiental - alto e moderado - e responderam ao mesmo

questionário. Porém, os critérios da dimensão ambiental receberam ponderações diferentes na avaliação final segundo os dois níveis. Notes-se ainda que as empresas listadas do setor financeiro responderam um questionário ambiental diferenciado e adaptado às suas características.

A dimensão de Governança Corporativa incluiu indicadores de melhores práticas organizados segundo os seguintes critérios: Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria e Fiscalização; e Conduta e Conflito de Interesses. Nesta dimensão procurou-se respeitar de forma transversal os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade empresarial, definidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC 2004).

C – Critérios e Indicadores

Os critérios e indicadores selecionados para compor o primeiro questionário base de avaliação do ISE estão resumidos nos quadros a seguir.

Tabela 1 - Dimensão Ambiental

Critério:	Indicadores:
Política Gestão	Compromisso, Abrangência e Divulgação Responsabilidade Ambiental na Companhia; Planejamento; Gerenciamento e Monitoramento; Certificações SGA e SSO; Comunicação com partes interessadas; Compromisso Global
Desempenho	Consumo de Recursos Ambientais; Emissões e Resíduos – outputs; Emissões e Rejeitos - Critical Outputs
Cumprimento Legal	Área de Preservação Permanente; Reserva Legal; Passivo Ambiental; Requisitos Administrativos; Procedimentos Administrativos; Procedimentos Judiciais

Fonte: ISE 2005

Tabela 2 - Dimensão Ambiental (Para Instituições Financeiras)

Critério:	Indicadores:
Política (sócio-ambiental)	Compromisso, Abrangência e Divulgação
Gestão (sócio-ambiental)	Responsabilidade Ambiental na Companhia; Planejamento; Gerenciamento e Monitoramento; Comunicação com partes interessadas; Compromisso Global
Desempenho	Consumo de Recursos Ambientais; Produtos sócio-ambientais
Cumprimento Legal	Área de Preservação Permanente; Reserva Legal; Áreas Contaminadas.

Fonte: ISE 2005

Tabela 3 - Dimensão Econômico-Financeiro

Critério:	Indicadores:
Política Gestão	Planejamento Estratégico; Ativos Intangíveis Gestão do Desempenho; Gestão da Sustentabilidade; Orçamento de investimentos; Riscos e crises
Desempenho	Demonstrações financeiras; Lucro econômico; Equilíbrio do crescimento
Cumprimento Legal	Histórico

Fonte: ISE 2005

Tabela 4 - Dimensão Social:

Critério:	Indicadores:
Política Gestão	Relações de Trabalho e Compromisso com Princípios Fundamentais; Conduta Relações de Trabalho e Compromisso com Princípios Fundamentais; Relação com público interno; Relação com a comunidade; Relações com Fornecedores; Relações com Clientes / consumidores
Desempenho	Relações de Trabalho - Diversidade e Equidade; Geração de Emprego e Renda; Contratação de Terceiros; Relacionamento com Funcionários e Terceiros; Relacionamento com Clientes e Consumidores
Cumprimento Legal	Publico Interno; Clientes e Consumidores

Fonte: ISE 2005

Tabela 5 - Governança Corporativa

Critério:	Indicadores:
Propriedade	Proteção aos minoritários; Transparência; Cumprimento legal
Conselho de Administração	Estrutura do CA; Dinâmica do CA; Transparência
Gestão	Qualidade da Gestão
Auditoria Conselho Fiscal e Comitês	Prestação de Contas
Condução e conflito de Interesse	Conduta; Conflito de interesses

Fonte: ISE 2005

D – Pesos (ponderações)

Cada um dos cinco grupos (dimensões), contendo blocos de questões organizadas segundo diferentes critérios (citados acima), foram pontuados de forma que cada dimensão representava um valor total de 100%. Ao responderem o questionário as empresas receberiam pontuações em cada uma das dimensões, e seriam comparadas segundo seu desempenho relativo e comparativo em cada uma delas, aplicando-se um sistema de análise de clusters. Ou seja, não foi feita média aritmética simples entre as dimensões para cada empresa. Elas foram comparadas segundo um método estatístico baseado no desempenho de cada uma em cada dimensão.

E- Análise Estatística

O desenho metodológico do ISE foi pioneiro por introduzir a “análise de *clusters*” como uma das ferramentas estatísticas no processo de classificação final das empresas. Evitando os desvios oriundos do somatório de *scores* de avaliações de dimensões tão distintas como meio ambiente e governança corporativa, a análise de *clusters* permite a identificação de grupos de empresas que apresentam desempenhos similares em cada uma das dimensões.

Segundo definição do Conselho do ISE, o portfólio final poderia ser composto por até 40 empresas. A definição desse grupo dependeria da aplicação da metodologia de análise de *clusters*, e o grupo seria composto pelo cluster de empresas que apresentasse as melhores práticas no conjunto das cinco dimensões.

Esse método de cálculo estatístico não permite a comparação por média ponderada simples, mas uma análise mais sofisticada que torna possível um posicionamento relativo de cada empresa frente a cada uma das dimensões, aproximando aquelas de comportamento mais parecido. Aquelas com comportamentos mais parecidos e melhores em todas as dimensões passaram a compor o índice final.

E- Submissão e Verificação

Foram considerados para análise os questionários enviados pelas empresas devidamente referendados pelo Diretor de Relações com Investidores, com conhecimento do CEO da empresa. Apesar de não prever um sistema de auditoria, o Conselho do Índice definiu regras para verificação das respostas submetidas, solicitar esclarecimentos por amostragem ou pelo aparecimento de fato relevante não consistente com as respostas apresentadas no questionário.

IX – Primeira Carteira do ISE

No dia 01 de dezembro de 2006 foi lançado pela BOVESPA o Índice de Sustentabilidade Empresarial, formado por 34 ações de 28 empresas de diferentes setores. O lançamento ocorreu durante a II Conferência Internacional sobre Finanças Sustentáveis, organizada pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da EAESP – FGV, em parceria com o International Finance Corporation.

Essas companhias se destacam por atender critérios mínimos de saúde financeira, responsabilidade social, ambiental e governança corporativa. Teoricamente, isso significa que essas companhias apresentam menor risco aos seus acionistas. Portanto, suas ações tendem a oferecer desempenho melhor no longo prazo.

Na primeira carteira do ISE destacaram-se as empresas dos setores elétrico e bancos. Não constou entre elas nenhuma ação de empresa de cigarros, bebidas ou armas, como setores da sociedade e parte da imprensa temiam. Constataram, no entanto, empresas de setores com grande impacto ambiental, como siderurgia, papel e celulose, ou ainda, empresas com alto consumo de recursos naturais, ou cuja instalação ou operação é de grande impacto, como os setores de energia elétrica e exploração de rodovias. Constatou também empresas de transporte aéreo, altamente impactante sob o ponto de vista de geração de gases de efeito estufa, cujo acúmulo exacerbado na atmosfera é o causador das mudanças climáticas planetárias.

X – Resultados e Novos Produtos Financeiros

Espera-se que os fundos de pensão ajudem a garantir o sucesso do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Vale notar que o código de ética da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) prevê que os gestores desses recursos considerem aspectos sociais na escolha dos investimentos. Especula-se até que os fundos poderão definir em estatuto um percentual específico dos recursos a serem investidos em renda variável para empresas que façam parte do índice, aumentando a procura por esses papéis, o que já ocorre, atualmente, com títulos de renda fixa e os ratings de crédito. Esse índice é considerado muito apropriado para orientar as fundações, que possuem políticas de investimento de longo prazo.

Logo após seu lançamento, em dezembro de 2006, os investidores já passaram a ter como opção investir em carteiras que replicam ou são atreladas à composição do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da bolsa. A BB DTVM, gestora de recursos do Banco do Brasil, começou a receber aplicações a partir de R\$ 200,00 no fundo BB Ações ISE, que replica o índice, logo após seu lançamento. O banco HSBC lançou o fundo de investimento HSBC FI Ações Sustentabilidade Empresarial – ISE. Ambos fundos ativos, baseiam-se no ISE para a seleção das ações a serem investidas.

O ISE deverá incentivar bancos e gestores de recursos a lançar outros fundos de investimentos que sigam os critérios de sustentabilidade na seleção de seus papéis. Há os que prevêem que, no futuro, a maior parte dos gestores oferecerá fundos desse tipo, assim como já ocorre com fundos que seguem o Ibovespa e fundos DI. Espera-se que haja massa crítica no país tanto de empresas quanto de investidores para criar esse tipo de aplicação. Experiências do exterior demonstram que ações de empresas com essas características têm melhor desempenho no longo prazo, o que poderá atrair maior investimento estrangeiro em empresas desse tipo no Brasil.

De Dezembro de 2005 a Fevereiro de 2006, o Índice de Sustentabilidade Empresarial, acumulou altas superiores às dos índices e Ibovespa, segundo analistas do mercado. Pode-se considerar que esse bom desempenho é a prova de que o investidor está disposto a pagar um prêmio por ações comprometidas com o meio-ambiente, a sociedade e o respeito aos minoritários, dentre outros critérios. É de chamar a atenção, no entanto, o grande peso do setor bancário, que representa hoje nada menos que 62,3% do ISE e apresentou um desempenho acima da média no mesmo período.

XI - Conclusões

A iniciativa dos índices de sustentabilidade de bolsas de valores é resultado de uma tendência de reflexão sobre o papel das empresas e do setor financeiro na promoção do desenvolvimento sustentável, atores cujo desempenho tem enorme peso sobre a qualidade de vida da sociedade.

Internacionalmente, o mercado de capitais como fonte importante de recursos é hoje um poderoso difusor de práticas. Apesar das reduzidas proporções do nosso mercado nacional, existe um trabalho forte e contínuo para sua ampliação e espera-se que o ISE se transforme num poderoso instrumento de incentivo às melhores práticas no setor empresarial brasileiro. É importante salientar que o processo de construção de um índice de sustentabilidade será gradativo e seu resultado aperfeiçoado com o tempo. Devem tornar-se mais rígidos, na medida em que as empresas evoluem e a sociedade passa a demandar mais rigor também, cobrando-se mais e mais a excelência das empresas. Nesse aspecto, um dos aperfeiçoamentos possíveis e esperados seria a criação de índices setoriais, ou seja, aplicáveis a cada segmento econômico representado na bolsa de valores. Outra medida desejável seria a análise comparativa de indicadores segundo realidades regionais ou locais, pois, ao se considerar os diferentes contextos em que as empresas operam no país, pode haver disparidade de indicadores sociais ou ambientais. Um exemplo seria o critério diversidade racial em cargos de direção nas empresas em diferentes estados.

Um aspecto relevante é a participação dos diferentes atores sociais no controle e aperfeiçoamento da ferramenta do índice. Quanto mais o índice se tornar conhecido e quanto maior for a participação dos diferentes segmentos em seu aperfeiçoamento, melhor será o resultado de sua aplicação enquanto instrumento de análise da sustentabilidade. Na medida em que os diversos atores se apropriam do índice como forma de mensuração e acompanhamento do desempenho das empresas, mais relevante se torna esse instrumento, e maior se tornará a aderência das empresas aos critérios selecionados.

Espera-se que um dia os índices de sustentabilidade de bolsas de valores se tornem o principal índice de mensuração da performance das empresas e *benchmark* para fundos de investimento, e não mais um produto de nicho.

O ISE deveria caminhar para se transformar numa carteira das empresas aptas a enfrentar os complexos desafios planetários e da sociedade contemporânea, sem perder o foco em seu negócio, respeitando fornecedores, público interno, clientes, acionistas, a comunidade e o meio ambiente.

XII – Fontes de Consulta

- ABN AMRO, *Questionário*, Ethical v. ABN.01-2004.
- CALPERS- *California Public Employees' Retirement System* – Website - <<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/home.xml>>- Acesso dia 17.mar.2006
- Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. *Índice de Sustentabilidade Empresarial Bovespa 2005*. São Paulo. 2005.
- COWTON, C.J., *The development of Ethical Investment Products*, in Prindl, A.R. and Prodhan, B. (Eds), *Ethical Conflicts in Finance*, Blackwell: Oxford, 1994.
- ELKINGTON, J. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of the 21st Century Business*. The Conscientious Commerce Series. 1998.
- ETHICAL INVESTMENT RESEARCH SERVICE –EIRIS.*Corporate Environmental Policy, Management and Reporting*.Londres.1999. Disponível em:<http://www.eiris.org/Files/Otherpublications/EMSPAPER.pdf>. Acesso em 17 de março. 2006.
- FLATZ, A. *Screening for sustainability: a case study of the Dow Jones Sustainability Index*, in: WAAGE, Sissel (ed.) (2003) pp. 144-168. 2003.
- FTSE, *FTSE4Good Index Series: criteria development and company engagement Programme* – 2003-2004 report, London, pp. 26, 2004.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE, *Diretrizes para a Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade*, 2002, versão em português, São Paulo, 2004.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE-GRI, *Sustainability reporting guidelines 2002*, GRI, Amsterdam, pp. iv-94, 2002.
- KLD, Independent Research and Indexes since 1988. Disponível em: <http://www.kld.com/resources/sa.html>. Acesso em 18 de março. 2006.
- IBASE, *Balanco Social*, modelo para empresas, 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, IBGC, São Paulo, 2004.
- INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL, *Indicadores Ethos de Responsabilidade Social Empresarial*,São Paulo, 2004.
- JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE, *SRI Index - Sustainability Research and Intelligence*, JSE Annual Report, 3 May 2004.
- MEISLING, A., *Global Corporate Social Responsibility Disclosure Legislation*, 2004. Disponível em: http://www.goodfunds.com/docs/GLOBAL_C_S_R_DISCLOSURE_LEGISLATION.pdf
- Robeco - Website - <http://www.robeco.com/eng/corporate/press/organisation.jsp> - Acesso em 17.mar.2006

- SOCIAL INVESTMENT FORUM, *10 Year Review - 2005 Report on Socially Responsible investing Trends in the united States*, 2004. Disponível em:
http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri_trends_report_2005.pdf
- SJÖSTRÖM, Emma (2004), *Investment Stewardship Actors and methods for Socially Responsible Investments*, Nordic Partnership e Stockholm School of Economics. Brochura.
- Sustainable Assessment Management (SAM), *Value through Sustainability*, SAM, mar, 2003.
- UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, *Ten Principles*, 2004.
- WILLIS, A. The Role of the Global Reporting Initiative's Sustainability Reporting Guidelines in the Social Screening of Investments, *Journal of Business Ethics*, V.43, N.3, p. 233-237, Mar.2003.
- YALE CENTER FOR ENVIRONMENTAL LAW AND POLICY, Yale University e CENTER FOR INTERNATIONAL EARTH SCIENCE INFORMATION NETWORK, Columbia University, *2005 Environmental Sustainability Index, Benchmarking National Environmental Stewardship*, 2005.