

FAMA Investimentos

ESG & Investimento Responsável na FAMA Investimentos

Preâmbulo: Introdução e definições

A preocupação com aspectos de ESG (*Environmental, Social and Governance*) no ambiente financeiro global tem crescido substancialmente nos últimos dez anos, com forte aceleração nos últimos três, conforme podemos observar no gráfico abaixo que ilustra a procura pelo termo ESG no Google.



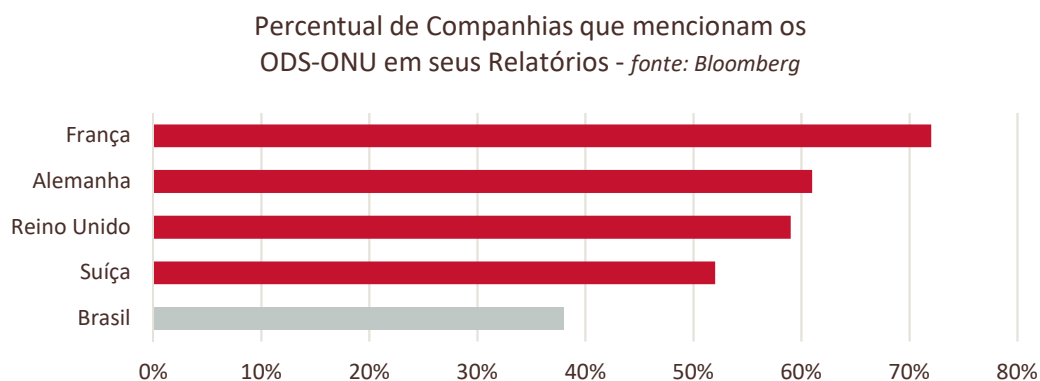
*base 100 para o dado mais recente.

O crescente interesse por ESG tem rapidamente transformado a indústria de investimentos, levando a uma maciça movimentação dos investidores que se preocupam com aspectos de ESG a deslocar seus portfólios para ativos ou fundos que estejam alinhados com seus princípios.

Paralelamente, muitas companhias e gestores de fundos têm continuamente adotado práticas de ESG, seja porque estão de fato alinhados com os princípios em questão ou simplesmente por motivações puramente econômicas, em busca deste crescente fluxo de capitais, o que pode gerar distorções e imperfeições no sistema, como veremos mais à frente.

Segundo o PRI (*Principles for Responsible Investing*), o total de ativos geridos por seus signatários atingiu US\$ 86 trilhões em 2019, cerca do dobro do montante de cinco anos atrás e o quádruplo do valor de 2009.

Olhando sob a ótica das companhias, apesar de crescente, o número de empresas que faz menção aos objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU (ODS) ainda é baixo em alguns países, em especial o Brasil, que ainda está bem aquém do padrão europeu.



O papel do gestor de recursos: como a FAMA Investimentos se insere em ESG

Há uma série de trabalhos acadêmicos que avaliam se fundos focados em empresas alinhadas aos princípios de ESG são mais rentáveis ou não. De acordo com o PRI entre os cerca de 2.000 estudos publicados a respeito do assunto desde 1970, 63% concluem que sim, 10% tem opinião oposta e 27% não encontraram relação entre ESG e retorno.

Contudo, independente do resultado, faz-se necessária uma pausa para reflexão acerca de uma hipótese: qual o papel do gestor de recursos?

Os gestores de recursos (“*asset managers*”) assumem um dever fiduciário com seus clientes, que se circunscreve a obtenção da rentabilidade esperada com controle de riscos. Portanto, é bem claro, para nós, que aqueles que adotam princípios de ESG exclusivamente pelo fato de ser moralmente correto incorrem em uma quebra de dever fiduciário para com os seus clientes.

Ainda que as pessoas envolvidas em todas as fases do processo de análise e gestão possam, enquanto cidadãos, objetivar melhorar o planeta e sua sociedade, o gestor de recursos de terceiros, no exercício de sua função, não pode ter este objetivo como primário.

Em outras palavras: investir em um ativo apenas pelo fato de ser alinhado aos princípios de ESG e não por conta de sua perspectiva financeira de retorno e risco é uma clara quebra de lealdade com o investidor.

Outrossim, veremos mais a frente que a integração de ESG ao processo vai na direção contrária ao postulado acima: tende a incrementar retorno, reduzir volatilidade / incerteza de resultados e diminuir sensivelmente riscos.

Ao integrar fatores de ESG na análise, em última instância, temas importantíssimos são endereçados, tais como vantagens competitivas de longo prazo, oportunidades de criação de valor e aceleração de crescimento, mitigação de riscos de várias naturezas (reputacional, *capex*, multas, obsolescência, custo de capital, entre muitos outros).

Assim, se quisermos “traduzir” a integração dos conceitos ESG para o linguajar financeiro, podemos dizer que, em última instância, trata-se de um processo de construção de portfólio, levando em consideração em um outro espectro os ativos (e potencialidades) de uma empresa, tais como seus passivos (e riscos) com o objetivo de gerar retornos sustentáveis de longo prazo aos investidores.

Como veremos ao longo deste relatório, muitos dos conceitos de ESG estão presentes nos alicerces da cultura e filosofia da FAMA Investimentos desde o início. Em relação a engajamento formal, somos signatários do PRI desde 2011, muito anteriormente, portanto, deste assunto estar em voga no Brasil.

Reflexões sobre os riscos da procura por investimentos focados em ESG

Conforme mencionado anteriormente, a tendência de crescimento da busca de ativos alinhados com os princípios de ESG é inequívoca.

Se, por um lado, podemos enxergar este fato como um ciclo virtuoso, melhorando as práticas das empresas, fundos e investidores, resultando na melhoria do sistema como um todo, há que se observar também dois importantes riscos que não podem ser ignorados.

O primeiro risco advém de participantes do sistema não adotarem práticas de ESG por estarem alinhados aos seus princípios, mas sim para se enquadrar em uma crescente demanda do mercado, levando ao risco do “ESG de fachada”.

Fazendo um paralelo com uma história recente da evolução do mercado de capitais do Brasil, quando do surgimento do “Novo Mercado” em 2002, foram pouquíssimas as companhias que se alinharam aos princípios regidos pelo novo formato. Contudo, após o “boom” de IPOs entre 2004 e 2007, passou a ser quase uma exigência dos investidores que as companhias que viessem a mercado fossem enquadradas no “Novo Mercado” – aquelas que não se adequavam ou não conseguiam ambiente para a colocação de suas operações ou o faziam sistematicamente com um *valuation* descontado em relação a seus pares do Novo Mercado.

Ato contínuo, a grande maioria das empresas passou a vir a mercado com o tal selo de boa governança, enquanto muitas das companhias que já eram negociadas no mercado tradicional passaram a se adequar às regras máximas de governança para poderem contar com uma boa avaliação do mercado investidor.

Contudo, observamos que grande parte dos escândalos ocorridos entre as empresas de capital aberto nos últimos 15 anos foram em empresas que pertenciam ao Novo Mercado – uma evidência de que a obtenção de tal selo não passou de um estratagema para agradar investidores e não uma evolução de fato dos princípios que regiam as companhias e suas culturas.

A FAMA Investimentos sempre se colocou na posição de ceticismo em relação ao Novo Mercado, uma vez que bons princípios de governança devem fluir de dentro da companhia para fora, e não ao contrário.

Voltando à questão do ESG, veremos indubitavelmente uma série de analistas, fundos, produtos e companhias se adequando “à onda” ESG, e é necessário manter a mesma cautela: os bons princípios estarão presentes de fato ou de fachada?

O segundo grande risco acerca do crescimento acelerado do ESG é a transformação da leitura de algo que deveria ser abstrato para o concreto, através de simples compilação de dados quantitativos e *check-lists*. Este risco é extremamente grave, pois as interpretações a respeito dos bons princípios de ESG deixarão de levar em conta o que a empresa é em sua essência, mas focará no que a companhia parece ser.

Retornando ao exemplo do Novo Mercado, a louvável intenção do legislador de incrementar a prática da boa governança corporativa nas empresas teve um papel muito importante de colocar um holofote sobre o tema da governança, dando visibilidade ao assunto e elevando o padrão das companhias, mas, por outro lado, acabou também gerando uma consequência indesejável.

Práticas de boa governança podem ser analisadas através de atos contínuos, observando como as companhias são geridas internamente bem como o seu relacionamento com seus *stakeholders* (sejam eles acionistas, fornecedores, clientes, funcionários, comunidade etc.). No entanto, a partir da adoção do Novo Mercado, a avaliação da boa governança passou a

se resumir a um conjunto de itens (classe única de ações, percentual de conselheiros independentes, direito de *tag along*, etc.) e deixou-se de observar o que realmente importa.

Consequentemente, passou a ser muito fácil parecer ter boa governança, sem de fato exercê-la: bastava o *check-list* estar preenchido. A consequência negativa mais óbvia deste fato é o poder que as empresas de má governança passaram a ter de serem bem vistas pelos investidores. Mas não é a consequência mais grave...

O pior efeito negativo foi a paralisação da evolução da boa governança. As boas companhias, ao entenderem que já cumpriam os itens requeridos, tenderam a se satisfazer com a sua condição e deixaram de evoluir.

Vemos, claramente, o mesmo risco em ESG. A rápida ascensão da adoção destes princípios, encontrou tanto o mercado investidor quanto as próprias companhias despreparadas para lidar com um assunto novo, fora do usual e abstrato. Proliferaram, então, uma série de métricas e *ratings* que, assim como o Novo Mercado, possuem bastante mérito, mas estão longe de serem suficientes.

Assim como no exemplo do Novo Mercado estudado anteriormente, companhias trabalharão focadas nos indicadores com vistas a melhorar seus *scores* e muitos analistas passarão a se satisfazer com os *scores* e não necessariamente com as práticas adotadas.

É muito mais importante, por exemplo, uma companhia acreditar realmente e estar aberta a diversidade, do que simplesmente preencher requisitos formais de perfil de gênero para a composição de seu *Conselho de Administração*.

Posto isso, a FAMA Investimentos vê com bastante satisfação a adoção de princípios de ESG pelo público investidor, pelos gestores de recursos e, principalmente pelas companhias. Contudo, fica o alerta ao sistema, dos riscos que existem na adoção da prática de forma indiscriminada, sem haver uma essência que a justifique podendo, inclusive, o uso indiscriminado dos *scores* acabar inibindo o desenvolvimento de práticas de ESG.

ESG: O que de fato é ESG e como enxergamos?

O conceito arcaico de ESG (o que chamamos de ESG 0.0) trazia vários “novos” elementos para a discussão de uma determinada companhia que estavam fora do círculo de competência natural do analista financeiro e, por isso, tais fatores eram negligenciados ou olhados com superficialidade.

Em reuniões entre analistas financeiros e o *management* de uma companhia são frequentes as questões que endereçam dúvidas de como projetar demonstrativos financeiros ou mesmo estratégia de longo prazo, mas são raras as perguntas sobre emissões de carbono ou questões relativas a ODS da ONU. Nada mais natural... a informação crua, desconexa de um contexto e destacada do restante é mesmo de baixa compreensão e serventia.

Uma lista de questões desta natureza, apesar de abordar questões relativas a ESG, é, em nosso ver, a maneira obsoleta de abordar o ESG em companhias, pois dificilmente estas informações conseguirão ser utilizadas na avaliação da empresa ou tomada de decisão.

Contudo, uma empresa que, por exemplo, não se certifica de que seus fornecedores utilizam trabalho escravo pode, eventualmente, incorrer em risco reputacional, perder clientes e ainda incorrer em perda de margem quando regularizar o fornecedor, além de estar sujeita a multas – todos estes pontos afetam diretamente as projeções futuras de resultado e, conseqüentemente, seu *valuation*. Este foi um pequeno exemplo do “S” do ESG na prática.

O controverso caso da Vale no início de 2019, após a queda da barragem de Brumadinho, evidencia na prática a importância do “E” do ESG. Não nos cabe conjecturar se a tragédia poderia ou não ter sido evitada, mas a preocupação com a saúde das demais barragens passou a ser constante, bem como a incorporação de um “*capex*” adicional não antes considerado, o que altera as projeções financeiras futuras da companhia.

Assuntos relevantes como a substituição do plástico, a carne vegana ou a mudança da matriz energética nunca estiveram tão evidentes. São fontes claras de oportunidades para algumas companhias, ao mesmo tempo em que são riscos enormes para outras.

O ESG 0.0 isolava as questões relativas ao tema em uma esfera isolada à própria companhia, deixando a preocupação circunscrita a questões e índices que não faziam e não fazem parte da vida empresarial.

Adotar princípios ESG na análise das empresas é trazer questões cotidianas à mesa de discussão, que afetam diretamente as projeções de resultado (desde crescimento, margem, *capex*, até custo de capital e taxa de desconto).

A Integração ESG na FAMA Investimentos

Integração ESG (“*ESG Integration*”) significa enxergar a empresa de forma holística, analisando tanto seus aspectos econômicos e financeiros, como também sociais, éticos e de sustentabilidade de forma unificada.

Além disso, o processo de integração deve estar também acoplado nas decisões de gestão – não apenas no processo de análise – de modo que os gestores estejam tão bem informados sobre os potenciais financeiros da companhia, como das oportunidades, desafios e riscos advindos de aspectos ESG.

Veremos mais adiante na sessão “ESG 2.0” que a correta análise e percepção da cultura da empresa já torna por si só o processo holístico. Contudo, é importante detalhar nossa forma de pensar e agir, e no que ela difere de algumas práticas tradicionais do mercado.

Desta forma, ao integrar ESG no processo, estaremos, em última instância, focando na procura de melhores opções de investimento, já que gestores de companhias preocupados com a sustentabilidade de longo prazo tendem a reduzir riscos, reduzir volatilidade de *cash flows* futuros e incrementar o retorno de suas companhias. Assim, a integração do ESG, ao contrário da hipótese proposta no início deste texto, não configura um conflito do dever fiduciário do gestor para com o seu cliente; pelo contrário, agrega na correta tomada de decisão.

O porquê de não adotarmos o *score* de ESG

Conforme descrito anteriormente, os princípios de ESG são qualitativos e tentar transformá-los exclusivamente num “*check-list*” tende a levar a um erro de percepção difusa daquilo que realmente importa.

No entanto, há uma série de empresas de altíssima reputação desenvolvendo trabalhos interessantes em ESG, que compilam diversos dados das companhias abertas, advindo tanto de seus informes financeiros, relatórios de sustentabilidade, imprensa, contato direto com as companhias, entre outras fontes. Tais ferramentas são bastante úteis para prover informações relativas ao tema, assim como Bloomberg, FactSet ou Economática, entre outros, proveem diversas informações financeiras de alta utilidade.

Contudo, criticamos a transformação destas informações em *score* assim como criticaríamos que um eventual *score* financeiro provido por prestadores de serviços, como por exemplo a Bloomberg, baseado numa análise objetiva dos demonstrativos financeiros fosse utilizado por analistas e gestores para o exercício primário de suas atividades, sem que o processo interativo de análise e compreensão de dados qualitativos fosse aplicado.

Um estudo publicado pela CSRHub em 2015, compilando o *ESG score* de 1.200 companhias, mostrou uma correlação de apenas 0.32 entre os dados da Sustainalytics e da MSCI, duas das maiores e melhores agências provedoras de dados ESG em termos de reputação. Tendo em vista que ambos os *scores* se baseiam basicamente nos mesmos dados, concluímos que a metodologia adotada para o cômputo do *score* é subjetiva e não deve ser utilizada como base na interpretação do que seja uma empresa de bons princípios.

Negative Screening (Filtro de Exclusão): o primeiro (mas insuficiente) passo

É natural que adotar um filtro de companhias investíveis, retirando do universo aquelas que ferem os princípios ESG, seja um primeiro passo daqueles que querem incorporar ESG em seus processos.

Excluir setores, como fumo e armas, é uma prática adotada há muito tempo por muitos gestores, sem que necessariamente indique que estejam alinhados com os princípios ESG. Muitas vezes o fazem por solicitação de clientes ou por já ser uma prática comumente aceita.

Posteriormente, a prática do “*negative screening*” avançou para negatizar não só as companhias pertencentes a setores controversos, mas também as companhias controversas que tenham adotado práticas notadamente nocivas tanto do ponto de vista de governança, como do lado ambiental ou social.

Contudo, esta é apenas uma pequena parte da história. Ao apenas excluir as empresas consideradas desalinhadas, incorre-se em dois problemas: (i) automaticamente acredita-se que as empresas não eliminadas são iguais nestes aspectos e, principalmente, (ii) desconsideram-se os riscos e oportunidades advindos de temas ESG, por ter sido abordado apenas no filtro inicial.

FAMA Investimentos: Integração ESG e ESG 2.0

Os aspectos ESG podem ser abordados em diferentes etapas do processo de investimento:



Incorporamos um primeiro filtro de exclusão de setores formalmente desde o início das operações da FAMA Investimentos em 1993. Poucos anos depois, tal filtro deixou de ser restrito a setores e passou a incorporar questões de governança e ética. Companhias que não estivessem alinhadas ou que tivessem um histórico hostil junto aos seus acionistas minoritários estariam excluídas do universo. Todos os aspectos éticos também são considerados no filtro e transcendem o setor de atuação ou seus resultados financeiros e perspectivas.

No que tange à integração, entendemos que as companhias devem ser analisadas de forma holística em todos os seus aspectos. Desta forma, todas as pessoas envolvidas no processo de análise e de investimentos precisam conhecer todos os aspectos de uma companhia de forma integrada, e não segmentada.

Assim, é inconsistente, em nossa percepção, ter um analista responsável pelos aspectos econômico-financeiros de uma companhia e outro agregando a visão de ESG uma vez que claramente finanças, ESG, ética e cultura corporativa se fundem e se integram plenamente.

O primeiro passo em uma tradicional avaliação de uma empresa é a análise SWOT (“*strengths, weaknesses, opportunities and threats*”). Não é mais possível realizar uma análise SWOT sem integrar aspectos ESG, pois, ao ignorá-los, não se estaria avaliando corretamente as fortalezas, fraquezas, oportunidades e ameaças de uma companhia.

Consideremos, hipoteticamente, uma fabricante de refrigerantes de marca forte e tradicional, que venda seus produtos substancialmente em embalagens PET e venha obtendo um crescimento histórico positivo, com margens consistentes e *capex* controlado.

A análise tradicional SWOT que ignorasse os aspectos ESG poderia concluir que uma das fortalezas da empresa seria a força da marca e o elevado *market share*, a fraqueza poderia eventualmente ser o portfólio de produtos concentrado demais em refrigerantes com baixa inovação; a oportunidade poderia ser a expansão geográfica para outras regiões e países fronteiriços e a ameaça supostamente seria o manifesto desejo de uma concorrente estrangeira de entrar no mercado como competidora.

Ao incorporar as questões ESG na matriz SWOT e, por exemplo, endereçar o tema “plástico” nas análises, uma série de novos fatores podem ser considerados, tais como (i) o risco de governos adotarem alíquotas de imposto maiores para produtos poluentes como o plástico; (ii) uma menor demanda futura por conta da preferência do consumidor por marcas associadas a embalagens mais ecológicas; (iii) um aumento substancial no *capex*

para desenvolvimento de novas embalagens ou (iv) a incorporação de maiores despesas para gestão de lixo e resíduos. Analogamente, outras companhias podem ser impactadas na matriz SWOT no que tange a oportunidades, especialmente aquelas que estejam trazendo inovações de produto ou embalagens, aparecimento de novas marcas que cresçam à esteira do desgaste da atual líder ou eventualmente oportunidade de crescimento para produtos substitutos.

Desta forma, ao incorporar questões de ESG no entendimento das companhias, automaticamente trataremos de projeções financeiras no que tange a crescimento de receita, custos, margens, *capex*, alíquota de imposto, entre outros. Analogamente, as eventuais oportunidades relativas a aspectos e ESG de uma companhia podem se refletir como riscos ou ameaças para outras companhias.

Alguns textos acadêmicos indicam que companhias com princípios de ESG mereçam múltiplos maiores ou WACC menor, uma vez que seu custo de capital pode ser inferior a uma congênere do setor que não siga as boas práticas de ESG, embora não seja esta a nossa linha de pensamento.

O estágio mais avançado na questão de ESG é o engajamento junto às companhias. O modelo convencional vigente no mundo para as gestoras que integram o ESG em suas operações é o ativismo via voto em assembleia de acionistas.

Contudo, mais uma vez verificamos uma idiosincrasia na prática do mercado brasileiro em comparação com a maior parte dos mercados desenvolvidos: a vasta maioria das companhias brasileiras tem controle acionário definido, o que torna o ativismo via voto (“*proxy*”) muito pouco efetivo.

A agenda de sustentabilidade – e aqui estamos nos referindo ao conceito amplo de sustentabilidade, como a sobrevivência da companhia no longo prazo e não no sentido estrito da palavra – deve ser endereçada continuamente com os gestores das companhias. Procuramos trazer indagações e reflexões aos tomadores de decisão das empresas para que, uma vez incorporadas, passem a ser exercidas e praticadas, sem necessidade de uma agenda conflitiva em assembleias, geralmente de pouco efeito.

Temas como melhores práticas com partes relacionadas, retenção de pessoas, adoção de matérias primas menos poluentes, respeito à natureza e animais na cadeia produtiva, entrada em mercados *eco-friendly*, entre outros, foram temas recentes de discussão junto às companhias investidas e seus líderes.

Engajamento x Tolerância

É nítido que, se estamos nos engajando com o desenvolvimento de temas ESG dentre as companhias investidas, significa que em certa medida, elas são falhas em alguns pontos e ferem os bons princípios. Caso contrário, a agenda de engajamento seria vazia.

Daí decorre a pergunta: até que ponto seríamos tolerantes com companhias que não estejam alinhadas com tais princípios?

Embora tal questão seja bastante subjetiva e, desta forma, não possa ser respondida de maneira fácil e direta, há casos bastante claros em que a resposta é objetiva. Por exemplo, não toleramos desvios éticos de nenhuma natureza e em nenhuma magnitude.

Entendemos que existam questões evolutivas em companhias em vários aspectos (governança, cultura, transparência, social, etc.), porém ética é, em nossa avaliação, um conceito binário: há ou não há; sem meio termo. Gestores ou controladores com padrão ético incongruente com o nosso não podem ser considerados no nosso universo, ainda que todas as medidas cabíveis tenham sido tomadas para cessar a conduta.

Mas se não toleramos empresas antiéticas podemos tolerar companhias negligentes com o meio ambiente? Ou com relação predatória com a comunidade ou seus colaboradores? Nestes casos, é necessário entender a extensão do problema e, principalmente, se há conivência ou negligência dos administradores da companhia ou eventualmente ações em curso para a mudança da realidade. Não obstante, é evidente que dependendo do espectro e magnitude do caso que não esteja em conformidade com os princípios de ESG, o investimento também seria impraticável.

ESG 2.0

Comentamos anteriormente que a abordagem de questões ESG a partir de questionários e indicadores a serem interpretados por analistas é uma forma arcaica de abordar o assunto, deixando os problemas circunscritos aos indicadores em si e não ao processo de decisão e sustentabilidade da empresa no longo prazo.

Nós preferimos uma abordagem diferente.

Já vimos anteriormente que E, S e G são elementos de sustentabilidade da companhia no longo prazo. Contudo, nenhuma empresa consegue caminhar para uma determinada direção se os valores da mesma não estão incorporados à sua cultura.

Quando, exemplificando, a preocupação com o bem-estar dos funcionários é restrita ao departamento de recursos humanos; a prática da boa governança é um assunto do *compliance* e a eficiência energética é limitada ao departamento de engenharia industrial, a empresa não está imersa na cultura de ESG – ainda que alguns elementos apareçam aqui ou acolá.

No mercado financeiro há diversas expressões que refletem alguma característica de sua cultura: “empresa de dono”; “*skin in the game*” ou “ambiente meritocrático”. Todas estas expressões são facilmente compreensíveis embora nenhuma delas possa ser medida ou quantificada através de indicadores; mas sim percebidas através de atitudes.

Entender a cultura de uma companhia é tão importante quanto entender o produto que ela vende ou seu ambiente concorrencial. Não faltam exemplos de retumbantes fracassos empresariais em companhias que possuíam produtos excelentes, mentes brilhantes, mas uma cultura nociva.

Se definirmos cultura como um conjunto de valores e crenças compactuados pelos colaboradores de uma empresa, que norteiam suas tomadas de decisão, fica evidente que se os conceitos de sustentabilidade de longo prazo não estiverem presentes na cultura, não há como imaginar aquela companhia sendo aderente a ESG.

Pensem duas empresas: uma seguradora e uma indústria. Qual resposta um analista pode extrair perguntando a ambas sobre emissões de carbono? Qual a relevância ou materialidade da emissão de carbono para uma seguradora?

No caso da indústria, onde o tema de emissão tem mais materialidade, a resposta – seja qual for – dará ao analista um bom *insight* sobre o alinhamento da companhia com práticas ESG? Provavelmente, ao conduzir a conversa para o lado mais técnico, mais se analisará ruídos do que efetivamente a inserção da companhia em determinados princípios.

Além disso, a melhor, mais eficiente e consciente indústria sempre terá mais risco ambiental do que uma seguradora...

Analogamente, ao analista financeiro é mais relevante entender se uma determinada companhia tem a prática de evitar desperdícios ou aumentar a produtividade nas linhas fabris do que efetivamente entender qual o percentual de perdas no processo. Ao analista caberá entender se a empresa possui um processo bem arquitetado para lidar com a produtividade, se há um responsável pelo assunto, se há um alinhamento de interesses/remuneração das pessoas envolvidas e seria de pouca serventia entender os específicos das ações adotadas.

Ao invés de, por exemplo, perguntar a uma companhia qual o percentual de mulheres participantes na alta gestão ou membros independentes no board, nos cabe questionar o que a companhia pensa sobre a diversidade de opiniões e como ela é obtida. Ao invés de perguntar se há uma política expressa sobre trabalho infantil ou semi-escravo junto aos fornecedores, preferimos entender como a companhia e seus clientes enxergam toda a cadeia produtiva e a relação estabelecida entre os elos da cadeia.

A tecnicidade de entender o uso de água ou gestão de resíduos são menos importantes do que entender se a companhia tem “olhos” para tais assuntos, e como gere seus processos. Ainda que a análise dos dados – seja através dos Relatórios de Sustentabilidade ou de questionamentos específicos – possa ser útil para entender se a prática segue o discurso, preferimos focar na cultura de sustentabilidade, que permeiam e norteiam as decisões das empresas a longo prazo no que tange a ESG, como no diagrama a seguir:



Segundo o banco Morgan Stanley, uma regressão realizada a partir de 2.645 fatores de ESG identificou os três fatores mais críticos de cada setor: metade deles estava relacionado à governança (G), 25% a aspectos ambientais (E) e 25% a aspectos sociais (S).

A tendência de muitos investidores é, portanto, focar nos aspectos de governança e relevar os demais aspectos. Contudo, ao ignorá-los, fica prejudicada a compreensão exata do setor no qual a companhia se insere bem como a sua posição competitiva. Deste modo, uma abordagem mais ampla de ESG é fundamental para entender e analisar o contexto no qual

uma determinada companhia se insere, seus potenciais, oportunidades e ameaças ou riscos – fatores estes fundamentais para uma análise efetiva SWOT da companhia investida.

Fatores sociais (S), por exemplo, contribuem para a satisfação dos colaboradores, o que reduz o *turnover* e, conseqüentemente, aumenta a produtividade e reduz a incidência de fraudes. Além disso, ter um bom relacionamento com toda a cadeia (fornecedores, clientes, prestadores de serviço, etc.) ajuda na melhor percepção da companhia como um todo, podendo se refletir na preferência e fidelidade de seus clientes e, conseqüentemente, melhores resultados financeiros.

Companhias que preservam os valores socioambientais tendem a ter uma reputação mais positiva, melhor percepção de marca, maior lealdade de consumidores, o que pode resultar em um desempenho financeiro mais sólido e estável.

Em 2015, a ONU estabeleceu 17 metas globais (ODS) que visam o desenvolvimento sustentável do mundo, com forte engajamento de seus países membros. Como estamos tratando de “Cultura de Sustentabilidade”, tais metas constituem uma boa referência para assuntos a serem endereçados no pensamento de longo prazo.

Ainda que a ONU, ao estabelecer tais metas, tenha tido um objetivo puramente social, é muito claro que algumas delas representam potenciais impactos (positivos ou negativos) nas companhias, seja na demanda por seus produtos, seja no *capex* de adequação, dentre outros.

Por exemplo (mas não se resumindo a eles), as metas 2, 3 e 4 se traduzem em alimento, saúde e educação básica mais acessível; a meta 11 implica em soluções inovadoras para mobilidade urbana e outros desafios em grandes centros, e assim sucessivamente.



Investimento Responsável (ESG) x Investimento de Impacto

Ainda há, especialmente no Brasil onde o tema é bastante novo, uma desorientação acerca das diferenças entre os investimentos alinhados aos princípios de ESG e os investimentos de impacto. Este último vai um passo além do ESG, uma vez que procura produzir efeitos diretos na sociedade.

Como exemplo, há companhias no setor de energia ou de alimentos que podem estar bastante adequadas aos princípios de ESG, mas causam, em última instância, impacto negativo no clima.

Conforme descrevemos no preâmbulo deste material, os gestores de recursos têm um dever fiduciário com os seus clientes, com a missão de maximização de retorno financeiro e controle ou mitigação de riscos. Desta forma, o investimento de impacto não deve ser uma missão do gestor, mas eventualmente do investidor, se assim o desejar, ou de gestores com mandatos específicos para este objetivo.

Por outro lado, as questões de impacto não podem ser ignoradas, tanto do lado das oportunidades quanto do lado dos riscos. Nos casos referidos acima, por exemplo, é impossível analisar o setor de alimentos e ignorar questões como a cadeia de suprimentos, o impacto na vida animal ou a produção de carnes e o impacto na emissão de carbono sob o risco de se negligenciar uma potencial redução de demanda, multas, aumento de regulação, etc.

Carbon Footprint (“pegada de carbono”) e Mudanças Climáticas

É crescente e relevante a preocupação dos investidores com a emissão de carbono e os impactos na mudança climática e por isso resolvemos dedicar uma pequena sessão deste documento exclusivamente a estes temas.

É comum encontrar investidores e gestores de investimentos que buscam algumas especificidades de informação, como o mapeamento das emissões diretas e indiretas, análise das reservas fósseis, entre outros indicadores.

Mais do que isso, é bastante comum encontrar a comparação das emissões de carbono com um determinado *benchmark*, o que auxilia no entendimento da exposição do portfólio a mudanças climáticas.

O tema é relevante. Em alguns países da Europa, por exemplo, os investidores institucionais são obrigados por lei a analisar e reportar o impacto climático dos ativos nos quais investem. Há países em que a venda de carros com combustível fóssil será proibida a partir de 2030 em um exemplo claro que, com o passar do tempo, ignorar as questões climáticas significa ignorar o futuro de determinadas indústrias.

É importante mencionar que, coincidentemente, alguns dos setores que produzem as maiores emissões de carbono já não constavam no escopo de nosso universo de investimento.

Não é improvável que, em um futuro próximo, desejemos ter um mapeamento mais detalhado da “pegada de carbono” das companhias investidas e engajá-las para serem referências neste quesito.

Neste momento, no entanto, entendemos ser adequado inserir o assunto de mudança climática em nossa matriz de riscos e oportunidades e certificarmos-nos de que a cultura de sustentabilidade das empresas investidas está engajada no tema quando se aplicar.

ESG: Resumo da posição da FAMA Investimentos

- ESG é, em última instância, uma poderosíssima ferramenta de controle de riscos.
- Sustentabilidade, no sentido amplo da palavra, significa reduzir a incerteza em um fluxo incerto.
- Empresas com cultura ESG pensam a longo prazo, o que, geralmente, é um indicativo de um bom management.
- Empresas com rentabilidades anormalmente elevadas devem ser mais bem compreendidas e não enaltecidas. Eventualmente pode ser uma indicação de que o lado “S” do ESG pode estar corrompido, com excessiva pressão em algum elo da cadeia (fornecedores, colaboradores ou clientes) em uma relação não sustentável no longo prazo.
- Reflexões de ESG ajudam a entender sobre a qualidade do negócio.
- O uso isolado de *scores*, *check-lists* ou indicadores como únicas formas de entender o ESG é uma postura míope e eventualmente pode até inibir o desenvolvimento de boas políticas.
- Não há tolerância para a falta de ética.
- Há setores mais ou menos expostos a questões ambientais. A maioria dos setores está de certa forma exposto a questões sociais. Mas não há empresa ou setor em que o emprego da boa governança não seja crítico.
- Filtro de exclusão é um necessário primeiro passo para lidar com ESG, mas é apenas um primeiro passo.
- ESG trata de oportunidades e de riscos. Portanto de *upsides* e de *downsides*. Não integrar o ESG ao processo significa não compreender a empresa, suas opcionalidades, desafios e riscos. Os riscos podem ser materialmente relevantes. As oportunidades também.
- Os conceitos que se referem a ESG como “setores ou empresas a evitar” ou “setores ou empresas boas para se ter” ficaram obsoletos. Pensar ESG é pensar em sustentabilidade a longo prazo.
- Há uma questão demográfica que não pode ser ignorada: a geração dos *millenials* é muito consciente nas questões de meio ambiente e bastante sensível a causas sociais. A forma de consumir já está mudando rapidamente (por exemplo, compartilhar em vez de possuir). Empresas que ignorarem questões socioambientais ignorarão uma legião de consumidores e colaboradores. Os conceitos de ESG representam, além de tudo, um tema geracional. Portanto, desprezar tais conceitos é, no mínimo, má gestão.