

**JGP**

**Carta I**

**Environmental,  
Social &  
Governance.**



**Julho 2020**

**Introdução 03**    **Parte I Sobre a**  
**responsabilidade social das empresas**  
**07**    **Parte II A relevância dos fatores**  
**ESG no mundo corporativo 15**    **Parte**  
**III Incorporação ESG nos nossos**  
**investimentos 32**    **Parte IV Resumo**  
**dos passos que seguimos até agora 40**  
**Case — Natura 45**    **Referências**  
**Bibliográficas 49**





# Introdução

Após um ano e meio de muito estudo, incorporamos os fatores ambientais, sociais e de governança (“ASG”, ou “ESG” para *Environmental, Social and Governance*) no processo de investimento de nossos fundos de investimento. Também lançamos recentemente o fundo de ações JGP ESG FIC FIA<sup>1</sup>, que, conforme explicaremos a seguir, poderá ter diferenças relevantes em relação aos nossos fundos de ações já existentes, que passam a ter, também, fatores ESG dentre suas variáveis-chave de decisão de investimentos.

Antes de mais nada, encaramos a integração ESG como um processo de aculturação que deve ocorrer de dentro para fora. Esta filosofia, quando verdadeiramente implementada, impõe, no mínimo, um exercício de reflexão sobre qual é o nosso papel, enquanto investidores, nesta sociedade tão minúscula e interdependente (como demonstrado por esta pandemia). Quando este aculturação é bem sucedido, consegue conciliar o retorno financeiro com o papel de fomentar o **BEM** na sociedade. Mais do que qualquer coisa, estamos muito felizes em fazê-lo, o que compensa as horas extras de trabalho.

A integração ESG representa uma evolução no nosso processo de análise e filosofia de investimentos. Temos hoje convicção de que, cada vez mais, as empresas vencedoras terão altos scores ESG. De fato, diversos artigos acadêmicos mostram que há correlações positivas entre scores ESG elevados com (1) atração e retenção de talentos, (2) valor da marca, (3) maior engajamento de *stakeholders*, (4) conformação ótima de produto, (5) menor custo de capital e (6) menores riscos operacionais, financeiros, de imagem e regulatórios. Como resultado, observa-se uma menor volatilidade na geração de caixa destas empresas. Dessa forma acreditamos que a integração ESG nas empresas é algo estratégico, um diferencial competitivo e um mitigador de riscos.

Mas para que o processo de integração ESG seja adotado por toda a sociedade, teremos que contar com a importante participação de governos e órgãos reguladores que, em nossa visão, estão atrasados no que tange ao endereçamento de questões de interesse global tais

<sup>1</sup> Vale observar que já existe no Brasil a classificação de fundos ASG pela Anbima, chamada de “Ações Sustentabilidade/Governança”; e o Guia ASG da mesma, que trata da incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimentos.



**Outro ponto crucial é o entendimento de que o papel social de uma empresa deve ser a maximização de valor para todos os seus *stakeholders* e não somente para o acionista.”**

como a questão climática. Entretanto, e felizmente, outros atores da sociedade como consumidores, funcionários e investidores, já estão fazendo este trabalho.

Durante este processo é importante que cada empresa observe a materialidade das questões a serem consideradas, conforme sua atividade. A literatura atual (Serafeim, George, *et al*, 2016) mostra que é importante focar somente no que é material e desfocar do que não for. Como exemplo, imaginemos uma empresa de mineração que faça doações para um projeto educacional no vilarejo onde atua, mas falha ao cuidar de suas barragens, ou da destinação dos resíduos oriundos de sua atuação. Ou uma empresa de moda que é ativista social, mas não se preocupa com a quantidade de água que é usada para produzir seus tecidos. Além da correta escolha dos fatores-chave, estas empresas devem estabelecer uma governança com metas claras e políticas de alinhamento para que todos os *stakeholders* persigam os mesmos objetivos.

Outro ponto crucial é o entendimento de que o papel social de uma empresa deve ser a maximização de valor para todos os seus *stakeholders* e não somente para o acionista. Artigos recentes (ex.: Hart, Oliver, *et al*, 2017) argumentam que a concepção de Milton Friedman em seu famoso artigo de 1970, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit”, tem falhas importantes em suas premissas. Friedman argumentava que deveria existir uma separação entre os objetivos das empresas (dar lucro) e dos indivíduos e governos (questões éticas, de costume). No entanto, isso só seria verdade se estes objetivos fossem completamente separáveis e os governos fossem capazes de internalizar perfeitamente as externalidades aos indivíduos e empresas, através de leis e regulações. Mas isto não acontece na vida real, conforme discutiremos a seguir.

Neste sentido, uma empresa muito rentável, mas que não tenha este lucro “percebido” por seus clientes, funcionários, fornecedores, governantes e acionistas, certamente terá esta rentabilidade sob risco, nos dias atuais. A empresa *Dollar Shave Club* nasceu em 2012 vendendo lâminas de barbear enviadas para casa dos clientes mensalmente, por US\$1. A marca Gillette, que detinha à época cerca de 70% de participação neste mercado, era percebida como exploradora na sua relação com o consumidor (chegava a cobrar US\$20 por suas lâminas de barbear) e implacável com competidores, inclusive detendo o registro de um número absurdo de patentes para um produto tão simples. Em apenas três anos, a DSC, com vídeos caseiros divulgados pela internet, roubou 3 milhões de clientes da Gillette e ganhou briga na justiça em relação às patentes.

Ainda na função social das empresas, percebemos uma pressão que cresce exponencialmente para que as empresas se posicionem firmemente em questões relacionadas aos costumes da sociedade.



De fato, como mostra Ioannis Ioannou (*associate professor* da London Business School), dentre as 100 maiores entidades no mundo, 69 são empresas e 31 governos; a receita das 10 maiores empresas do mundo é maior do que o PIB das 100 menores economias do planeta; a Unilever tem relação diária com 2,5 bilhões de pessoas através de seus produtos e serviços – maior do que Índia e China juntas. Estas empresas não podem mais se esquivar de se posicionarem interna e externamente em relação às questões já pacificadas na sociedade e na ciência, como o aquecimento global antropogênico, o racismo etc.

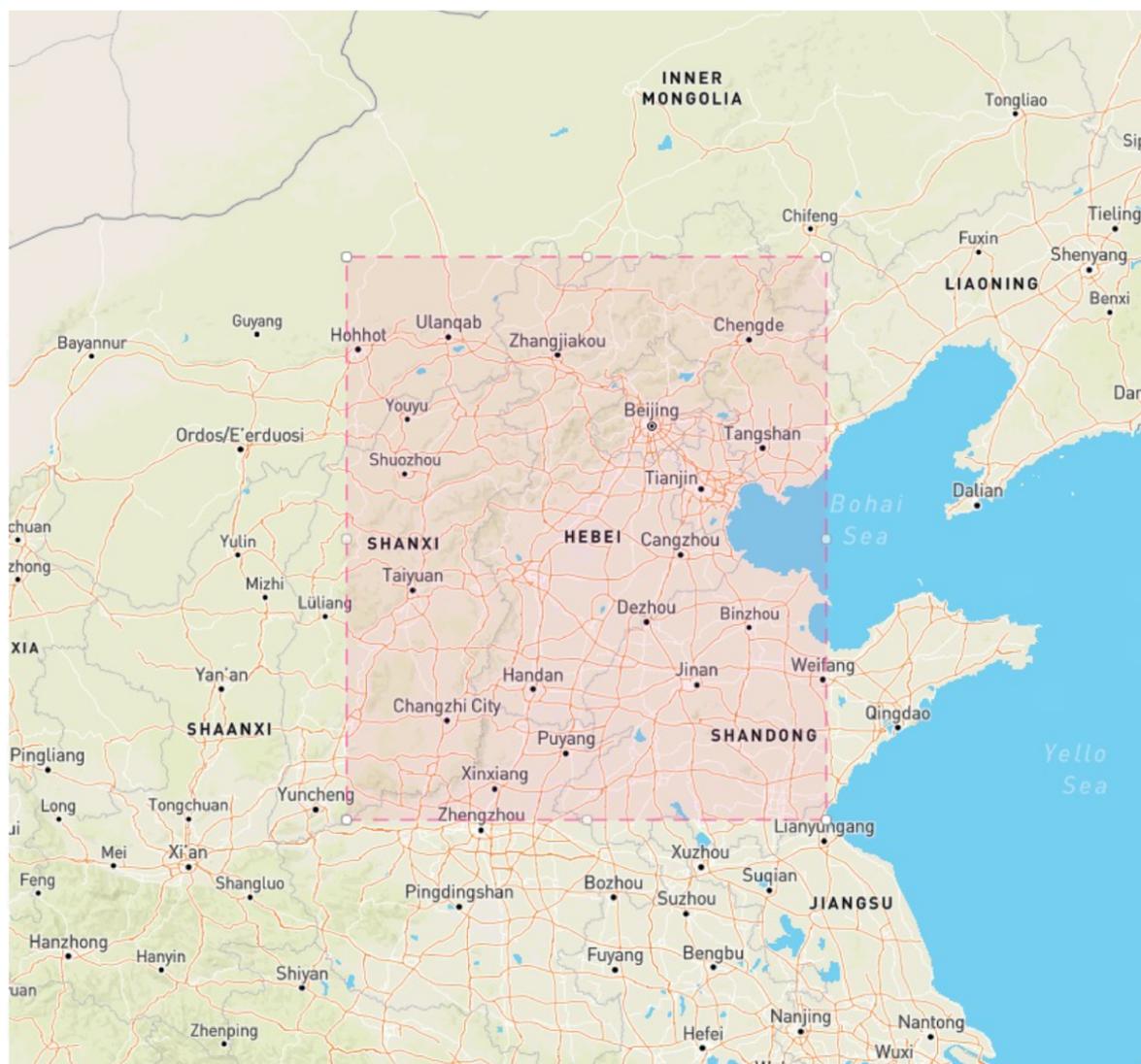
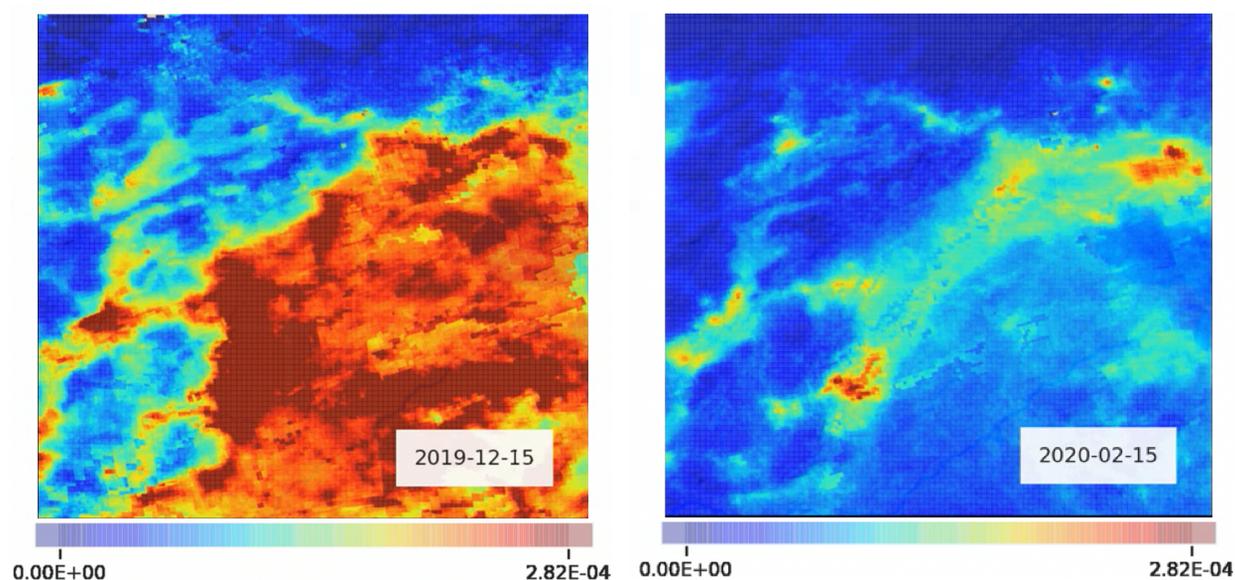
Do ponto de vista teórico/matemático, tentaremos mostrar que o investidor, que também é consumidor e cidadão, ao confrontar-se entre uma escolha “limpa” ou “poluidora”, cada vez mais escolherá a limpa, por uma série de fatores, mesmo que o lucro da poluidora seja maior no curto-prazo. Um dos motivos é que este investidor, como consumidor e cidadão, tem naturalmente um posicionamento socioambiental e quer, cada vez mais, se engajar em causas na qual acredita.

Com relação ao *timing* da adoção de critérios ESG pelas empresas e investidores, alguns fatores trouxeram o futuro para hoje. O primeiro foi a revolução nas comunicações, que aparelhou os cidadãos com smartphones que os conectam ao mundo permanentemente, transformando-os em bilhões de pequenas agências de notícias em tempo real, dando publicidade ao que quiserem, inclusive em ambientes privados. O segundo é a percepção crescente de que este mundo alavancado e com população envelhecendo vai crescer menos, pressionando o sistema capitalista com o qual estamos acostumados e a forma de lidar com os riscos ecológico e climático. Neste contexto, não acreditamos que o resultado destas mudanças tratadas aqui deva ser esperado para o futuro, sobretudo no mercado acionário. É para hoje!

Finalmente, acreditamos que o evento da Pandemia de Covid-19 agirá na forma de um catalisador para a adoção de fatores ESG pelas empresas e investidores no Brasil. O motivo é a necessidade de um entendimento mais sistêmico deste mundo tão interdependente. Um efeito claro é que os cientistas sejam mais ouvidos em seus alertas. Uma nova pandemia era esperada, mas a velocidade com a qual o vírus se espalhou por praticamente todo o planeta, incluindo países com extensas redes de proteção social, surpreendeu a todos. Afinal, era algo invisível. Iremos agora, como nações, fecharmos-nos umas às outras e retroceder no processo de globalização? Da mesma forma, os gases carbônico e metano expelidos pelas fábricas, aeronaves e automóveis e que se acumulam na atmosfera terrestre, também são invisíveis e têm efeito em todo o planeta.

## Para pensar

Mostramos, abaixo, 2 fotos de satélite do nível das emissões de dióxido de nitrogênio de região industrial chinesa, em dois diferentes momentos. Considerando a escala troposférica (concentração de moléculas  $\text{NO}_2$  por  $\text{m}^2$ ) indicada abaixo das imagens, podemos observar a substancial redução das emissões observada durante o período de *lockdown* na China.





# Sobre a responsabilidade social das empresas

## Capitalismo

Historicamente, o capitalismo ganhou ímpeto quando a sociedade percebeu que a economia poderia crescer, diferentemente do longo período de estagnação observado durante praticamente toda a época medieval. Por volta do início do século XVI, o crédito ainda desempenhava papel pouco relevante na sociedade, mas começava a ganhar destaque pois, em uma economia em crescimento, um credor tinha mais chance de ter seu dinheiro de volta com juros, ao mesmo tempo que o devedor, de investir e fazer crescerem seus lucros. Desde sua infância, o capitalismo já mostrava sua característica mais importante: a de estar umbilicalmente ligado ao crescimento.

Nos séculos seguintes, juntaram-se a esta perspectiva outros fatores, como a evolução da ciência e da tecnologia. Esta última passou a ser muito importante para que impérios pudessem conquistar poder e explorar novas geografias. E neste processo, o sistema capitalista foi se aperfeiçoando. Aprendeu-se como era importante o respeito aos contratos e à propriedade privada para gerar confiança entre as partes, fossem elas simples cidadãos e acionistas minoritários, ou reis e grandes investidores.

Em 1776, Adam Smith, em *A riqueza das nações*, apresentou o conceito de que um comerciante ou um empresário reinvestindo os lucros excedentes ao que precisasse para manter sua família poderia fazer o seu negócio crescer e aumentar ainda mais o seu lucro. Esse indivíduo agia egoística e racionalmente e isto era a melhor maneira de gerar riqueza para a coletividade. Filosoficamente, temos ali, finalmente, uma resposta bem aceita para explicar a ordem social que não fosse a religiosa: o mercado. Esta é a base da economia moderna, que prevalece até os dias atuais.

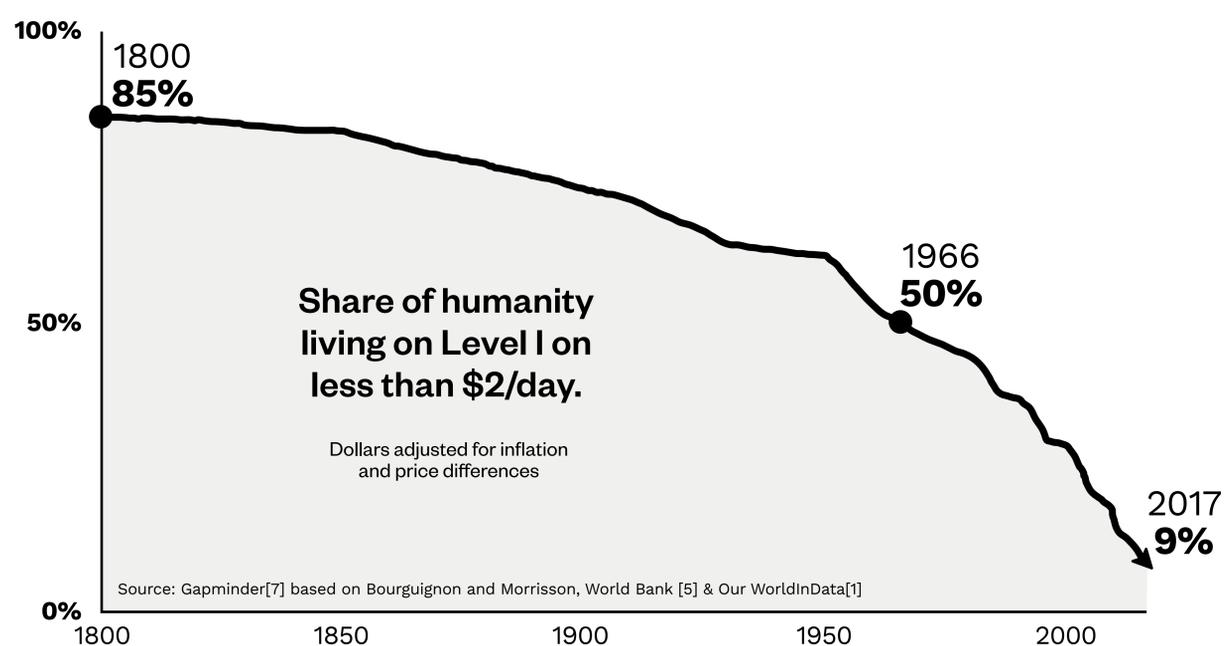
Desde os anos 1500 até a era atual, a economia global cresceu cerca de 300 vezes, ao passo que a população cresceu cerca de 15 vezes. Este salto de produtividade tem a ver com a divisão do trabalho e vários momentos de grandes avanços tecnológicos. Neste período, as condições de vida das pessoas melhoraram enormemente, à medida que foram tendo acesso regular a bens de primeira necessidade



e passaram a viver além da agricultura de subsistência - coisas muito básicas, mas que somente 15% da população global detinha em 1800 e, pasmem, 50% em 1966. Hoje, mais de 90% da população mundial saiu da linha de extrema pobreza. A mortalidade infantil (antes dos 5 anos) caiu de 15% para 2% a 3% nos últimos 50 anos. Portanto, o mundo evoluiu muito materialmente neste longo período e o sistema capitalista tem muito a ver com isso.

### Rumo à Extinção da Pobreza Extrema

*Extreme Poverty Rate from 1800 to today*



Do ponto de vista da forma, o sistema capitalista precisa do “espírito animal”, empreendedor e tomador de risco do ser humano. Este sistema gerou enorme crescimento, avanço tecnológico e inclusão, mas, de tempos em tempos, gerou também diversas crises e períodos recessivos. Mas isto faz parte do jogo. O lado perverso é aquele em que o forte explora o fraco. Existem infindáveis exemplos desta exploração na história, como por exemplo o de empresas europeias que escravizaram milhões de pessoas, sobretudo africanos, para trabalharem em suas minas de ouro e prata e nas plantações de açúcar e algodão das suas colônias nas Américas, assim como massacraram e subjugararam outros povos a fim de maximizarem os lucros de suas empresas. Tal exploração não somente era socialmente aceita como as empresas eram listadas na bolsa de Paris! Mas não precisamos voltar tão longe no tempo. Tomemos como exemplo a grande crise financeira de 2008, que foi originada pelo ambiente de juros baixos e pela falta de regulação adequada no mercado imobiliário e bancário. Tudo em nome do *laissez-faire*...

## Visão Liberal

O século XX é repleto de trabalhos marcantes de diversos pensadores das ciências sociais que foram moldando e aperfeiçoando o pensamento liberal. Destacamos a Escola Austríaca, que foi fundada com o trabalho de Carl Menger (1840-1921) acerca da utilidade marginal, segundo a qual o valor de um bem seria determinado por uma avaliação subjetiva do indivíduo sobre um item marginal e não conforme a matéria-prima e o trabalho utilizados na confecção desse, conforme propunha Karl Marx.

Outro expoente desta escola é Ludwig Von Mises. Ele elaborou a concepção de que as leis econômicas derivavam do fato do ser humano ser um agente que, por lógica, iria sempre buscar o seu maior conforto em relação ao estado imediatamente anterior. Desta maneira, somente a sociedade livre seria capaz de garantir verdadeiramente a mobilidade social, a tolerância e a igualdade, enquanto o socialismo não seria capaz de ter sucesso prático, por impedir que os recursos fossem alocados em investimentos mais produtivos.

Em 1945, Friedrich Hayek, economista e filósofo austríaco, publicou um ensaio intitulado *O Uso do Conhecimento na Sociedade*, onde argumentava que o conhecimento acumulado pela sociedade seria disperso, de maneira que um grupo qualquer centralizado e de conhecimento restrito, como o Estado, não poderia ser o melhor planejador das questões econômicas, sociais, culturais e da vida privada, mesmo que bem intencionado. A melhor maneira seria a competição como processo de descoberta, o sinal de preço.

Outra grande influenciadora do pensamento capitalista liberal é a escritora, dramaturga e filósofa russa naturalizada norte-americana, Ayn Rand. Ela tem uma visão filosófica na qual devemos, como seres humanos, basear nossas atitudes sempre na razão, e nunca na fé religiosa; defende o egoísmo racional e ético, em contrapartida ao altruísmo; na política, rejeita veementemente todas as formas de coletivismo.

Finalmente, um último expoente do pensamento liberal que gostaríamos de lembrar nessa carta é Milton Friedman, professor de economia da Universidade de Chicago e ganhador do prêmio Nobel de economia em 1976. Friedman se opunha às políticas governamentais keynesianas, e desenvolveu a teoria macroeconômica chamada de monetarismo. Em 13 de setembro de 1970, publicou um artigo que se tornou um marco para o mundo corporativo, cujo título já dizia muito: *A Responsabilidade Social das Empresas é Aumentar seus Lucros*. Diz certo trecho:

“Existe uma e somente uma responsabilidade social do negócio – usar seus recursos e engajar-se em atividades designadas para aumentar seus lucros contanto que permaneça dentro das regras do jogo, ou seja, engajar-se em aberta e livre competição sem engano ou fraude.”



## Função Social Corporativa Liberal vs. ESG/Capitalismo dos *stakeholders*

“O acionista controlador... tem deveres e responsabilidades para os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que nela atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e entender.”

Lei das S.A. do Brasil, artigo 116, parágrafo único

Nossa interpretação do trecho acima é que os controladores, indivíduos que são, têm responsabilidades que vão além do lucro, através do exercício de sua atividade empresarial, incorporando eventuais externalidades no negócio em si. É uma proposta diferente daquela descrita por Milton Friedman em seu artigo. O economista de Chicago defendia que o negócio não podia ter responsabilidade social por não ser um indivíduo em si e que os executivos eram somente agentes dos donos ou sócios da empresa, tendo única e exclusivamente que agir conforme os desejos desses, que em geral eram que o negócio gerasse o maior lucro possível, desde que seguindo as leis e a ética incorporada pelos costumes da sociedade. Ele argumentava que este acionista tinha a discricionariedade de utilizar parte ou a totalidade dos dividendos que recebia para fazer o que bem desejasse, como é o caso da filantropia.

No modelo de Friedman, os executivos são apenas agentes e não podem impor ao negócio um imposto por sua mera liberalidade – uma vez que são indivíduos em si e têm valores e crenças particulares. O executivo pode sim agir com total liberdade usando seu tempo e recursos próprios, fora do ambiente dos negócios. Desta forma, Friedman acredita que, ao assumir compromissos sociais diferentes do foco no lucro, o executivo estaria se tornando uma espécie de funcionário público e, filosoficamente, adotando uma doutrina coletivista ao estender o escopo das questões políticas e de costume para a atividade de negócios.

Feito este breve resumo, gostaríamos de explorar certas visões antagônicas com as quais concordamos. Oliver Hart e os demais autores argumentam que no modelo de Friedman há uma separação entre as atividades de negócios e as questões éticas e de costume, relegando ao governo, através de suas leis e regulações, o trabalho de internalizar estas externalidades. No entanto, os autores consideram o caso onde acionistas e consumidores se importam com questões socioambientais e que estariam dispostos a pagar por isso, mas nas empresas onde estas questões estão separadas e ainda não foram internalizadas pela regulação, o consumidor, na maioria das vezes, não pode fazê-lo.

O caso que instantaneamente nos vem à mente é o da questão climática. Aqui, a ciência já mostrou de forma indiscutível o efeito



antropogênico sobre o clima. No entanto, questões políticas e geopolíticas dificultam um acordo global pelo clima, ou seja, a regulação ainda é precária. Os cidadãos, cada vez mais conscientes de seus papéis como consumidores, e mesmo como acionistas minoritários, querem fazer sua parte na redução das emissões de gases de efeito estufa, porém não detêm a escala e a tecnologia para tal e, ao mesmo tempo, são incapazes de deixar de consumir os produtos derivados das indústrias mais poluidoras, como a petroquímica, por exemplo.

Trecho do artigo *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, de Hart, Oliver, *et al*, é bastante elucidativo nesse sentido:

“Acreditamos que na realidade muitos investidores são pró-social, ainda que sejam investidores de ações de empresas de tabaco ou armas. Para entender isso, nós supomos que cada indivíduo coloque algum peso em fazer o que é certo ou mais eficiente socialmente, mas somente se ele se sente responsável pela ação em questão. O peso relativo do impacto privado e social desta decisão varia para cada indivíduo. Essa formulação implica que um consumidor pode votar para que certa companhia adote uma tecnologia limpa, ao invés de outra poluidora, mesmo que isso reduza o lucro desta empresa, mas poderá conservar ações de uma empresa poluidora desde que não se sinta responsável por aquela decisão (ou que ela já tenha sido tomada).”

É o que de fato percebemos no cotidiano: pessoas normais, que investem em ações de empresas listadas diretamente ou através de fundos mútuos, que se importam com questões socioambientais mas que, ao mesmo tempo, não se importam em investir em empresas envolvidas em corrupção ou desastres ambientais por que elas simplesmente não se sentem responsáveis por estes atos, já que suas opiniões não são capazes de mudar a situação. Tal qual o modelo de Friedman, elas basicamente têm de confiar e esperar que as leis façam o trabalho de regular estas empresas.

No entanto, na última década vimos uma mudança dramática no comportamento social, alavancada pela revolução na forma como as pessoas se comunicam e interagem. Pessoas comuns agora conseguem se engajar fortemente no que acreditam. Elas pesquisam remotamente qualquer assunto usando seus smartphones, seja através do Google ou de alguma mídia social. Elas postam suas opiniões em tempo real. Lembrem-se que, há alguns anos, o Facebook mudou o seu algoritmo de forma a privilegiar o conteúdo orgânico, ou seja, a opinião de pessoas em detrimento a conteúdos pagos, e isso acelerou o impacto das opiniões da grande massa sobre diversos assuntos. Qualquer serviço ou produto pode ser hoje avaliado online e isso fica disponível para todos em tempo real. Neste mundo, esperar que o congresso ou o regulador crie leis e normas para que sua empresa internalize certas externalidades, é um equívoco estratégico e competitivo.

## ... continuando: vamos tentar mostrar isso matematicamente

Tomemos um modelo simples<sup>2</sup>: um acionista, que também é consumidor, e detém uma participação “ $\alpha$ ” numa empresa, precisa decidir se vota a favor de uma tecnologia de energia limpa, que terá um lucro  $\pi_{limpa}$ , ou numa de energia poluente, que terá um lucro  $\pi_{poluente}$  e causa um dano quantificável “ $d$ ” à sociedade (externalidade ainda não regulada). Dessa forma o benefício para toda a sociedade (o “*social surplus*”) de se escolher a energia limpa ou a poluente será o lucro  $\pi_{limpa}$  ou a diferença  $\pi_{poluente} - d$ , respectivamente. Finalmente, seja “ $\lambda$ ” a fração deste indivíduo no *social surplus* e que, por lógica, será muito menor que sua participação na empresa ( $\alpha$ ), afinal é um cidadão dentre milhões ou até bilhões, conforme a situação. É intuitivo demonstrar que o *payoff* da sua decisão será: **(1)**  $\alpha \cdot \pi_{limpa}$ , no caso de escolher a energia limpa, ou simplesmente sua porção do lucro limpo; ou **(2)**  $\alpha \cdot (\pi_{poluente} - \lambda \cdot d)$ , na escolha da energia poluente, uma vez que o impacto social de sua decisão para ele mesmo tem o dano social proporcional somente à sua participação do *social surplus*.

Tecnologia Escolhida	Lucro	Dano	Social Surplus	Payoff do Acionista
Limpa	$\pi_{limpa}$	0	$\pi_{limpa}$	$\alpha \cdot \pi_{limpa}$
Poluente	$\pi_{poluente}$	$d$	$\pi_{poluente} - d$	$\alpha \cdot (\pi_{poluente} - \lambda \cdot d)$

Em tese, a decisão do acionista virá da comparação entre o valor das equações na última coluna da tabela acima. Assumindo  $\alpha$  diferente de 0, temos:

- (i)** Se  $\pi_{limpa} > \pi_{poluente}$ , todos os acionistas votarão a favor da energia limpa, mesmo os que não se importam com as questões ambientais;
- (ii)** Se  $\pi_{poluente} - d > \pi_{limpa}$ , todos os acionistas votarão a favor da energia poluente, mesmo aqueles que muito se importam com as questões ambientais;
- (iii)** Se  $\pi_{poluente} > \pi_{limpa} > \pi_{poluente} - d$ , então vai depender do  $\lambda$ ; onde teremos um acionista preocupado com as causas ambientais assumindo  $\lambda=1$  e votando pela energia limpa, ao passo que outro que não se importa assumindo  $\lambda=0$  e votando pela energia poluente. É óbvio que aqui haverá um valor de corte de  $\alpha$  para um lado ou outro, conforme os valores dos parâmetros das equações.

Tomemos um exemplo real e atual: a indústria automobilística na Europa acerca da questão climática. Hoje, temos que  $\pi_{poluente} > \pi_{limpa}$ , porque o custo de se produzir carros elétricos ainda é mais caro do que de produzir carros à combustão interna. No entanto, o que está acontecendo é que o dano  $d$ , que neste caso é a emissão de CO<sub>2</sub> pelos carros, está sendo internalizado pelo regulador, que impôs limites

<sup>2</sup> No artigo “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value”, Hart, O., *et al*, os autores elaboram com rigor matemático o modelo que simplificamos e adaptamos ao caso que pretendíamos mostrar.



**Neste mundo, a melhor maneira de maximizar o lucro sustentável de uma empresa, não o de curto prazo, é gerar valor para todos os seus *stakeholders* e ser responsável com o meio ambiente e inclusivo socialmente.”**

decrecentes para emissão de CO<sub>2</sub> por Km rodado para os carros novos. Além disso, vemos consumidores e acionistas preferirem pagar mais caro por carros elétricos e maiores múltiplos de lucro pelos seus fabricantes de carros elétricos, respectivamente. Estas empresas fabricantes de carros elétricos, à medida que ganham escala, investem para melhorar suas tecnologias e baratear os custos de produção. Em breve, poderemos ter  $\pi_{limpa} > \pi_{poluente}$ , ocasião em que a indústria de carros a combustão poderá começar a declinar e até deixar de existir.

Portanto, à medida que cada pessoa passa a ser um indutor do que deseja na sociedade, numa sociedade onde tudo é devassado, descoberto, e que milhares de pessoas fazem isso ao mesmo tempo, o movimento tem muita força. O mundo corporativo precisa internalizar o quanto antes as transformações socioambientais, mesmo que o regulador ainda não o tenha feito. Seria o mesmo que dizer que nas equações acima teremos cada vez mais  $\lambda=1$ , ou seja, acionistas e consumidores pró-sociais. E quanto ao dano  $d$ , se os governos e reguladores acelerarem o ritmo da implementação de certas regras (como a aceitação do Acordo de Paris, por exemplo) as empresas que já estiverem preparadas estarão claramente em melhores condições. Na Europa, algumas montadoras estão muito mal posicionadas e perdendo mercado brutalmente por causa das regras de emissão de gás carbônico.

## Conclusão

Milton Friedman, em seu artigo de 1970, não poderia ter conseguido enxergar como seria o mundo 40-50 anos à frente do seu tempo. A revolução das comunicações com busca instantânea, mídia social, *reviews* em tempo real, cada pessoa como propagadora de notícias... fez com que o mundo privado fosse totalmente devassado. O desnude da vida corporativa fez com que o consumidor incorporasse certos aspectos da função de regulador e agora passa a internalizar por si mesmo as externalidades que acredita, ao investir e consumir.

Neste mundo, a melhor maneira de maximizar o lucro sustentável de uma empresa, não o de curto prazo, é gerar valor para todos os seus *stakeholders* e ser responsável com o meio ambiente e inclusivo socialmente. Essa função social é mais correta para as empresas, e acreditamos que a incorporação destes valores está se dando por mecanismos de mercado, e não políticos, como tentamos mostrar acima.

No modelo liberal, um dia achou-se normal a escravidão de seres humanos por empresas listadas na bolsa de Paris. Hoje achamos uma atrocidade. Será que as gerações futuras, ao se depararem com os efeitos do aquecimento global de maneira mais contundente, também

não acharão uma atrocidade a maneira como consumimos e o total descaso que tivemos com o meio ambiente?

Na grande crise financeira de 2008, já ficou claro que práticas de mercado totalmente desregulamentadas podem gerar crises importantes, que afetam principalmente as populações mais carentes.

A pandemia ensinou de maneira violenta a interdependência que temos como nações, indivíduos e empresas. Se isso for verdade, a empresa do futuro é aquela que cuida de todos, não somente dos acionistas.

Não acreditamos que um modelo de *stakeholder capitalism* possa desembocar em formas de coletivismo como o socialismo, pois justamente as empresas estão buscando uma maneira de se adaptarem à um mundo de menor crescimento, que certamente vai colocar em xeque o sistema capitalista tradicional.

**Finalmente, segue na tabela abaixo resumo do que escrevemos:**

	<b>Friedman (visão liberal)</b>	<b>ESG (Stakeholder Capitalism)</b>	<b>Comentário</b>
<b>Acionista</b>	Deve separar negócios de seus valores pessoais; foco da empresa é o lucro, discricionariamente exerce a filantropia conforme sua vontade	A separabilidade o impede (tecnologia e escala), na vida real, de exercer seus valores, pois o regulador não é capaz de internalizar de maneira eficiente externalidades que acha relevante como cidadão, sobretudo as globais (ex.: climática); Lucro sustentável	A tendência é que os valores e costumes sejam cada vez mais expressos nos investimentos através da incorporação de fatores ESG pelos fundos mútuos e o aumento dos fundos temáticos (ex.: fundos verdes); Maior percepção de que o seu voto fará diferença (investidor "socioambiental")
<b>Executivo</b>	É mero agente: deve utilizar recursos da empresa para perseguir o desejo dos acionistas, que em geral é a maximização do lucro seguindo as leis e costumes prevalentes; Exerce valores pessoais fora da empresa, onde é o principal agente	Agente que deve maximizar o <i>welfare</i> dos acionistas, que seria igual ao lucro mais os valores desses; Provavelmente aqui os acionistas vão escolher executivos alinhados com seus valores e, nesse sentido, os executivos estariam exercendo ao menos parte de suas crenças através de sua profissão	O modelo de crescimento baseado no consumo não sustentável pode ser catastrófico, nos piores cenários
<b>Negócio</b>	Não sendo indivíduo em si não pode ter responsabilidade social	Fazer o bem, além de só cumprir as leis, ajuda nas finanças ao gerar maior engajamento dos <i>stakeholders</i> e mitigar riscos	No mundo atual, onde a mídia social invadiu a vida privada, separar negócios de costumes pode ser um erro estratégico mortal; Acreditamos, no entanto, que sempre deve-se ter o cuidado de não transformar as empresas em árbitros morais da sociedade
<b>Foco</b>	Friedman argumenta que executivos não teriam como saber onde focar as responsabilidades sociais das empresas	Estudos mostram que as empresas precisam focar nos aspectos que são materiais para elas, conforme suas atividades de atuação	É interessante notar, como mostraremos adiante na carta, que focar em coisas não materiais é detrimental
<b>Valores, Costumes</b>	Somente os indivíduos e governo devem tratar das questões éticas; O negócio não é um indivíduo em si, mas somente um indivíduo artificial	Empresas devem embutir em suas marcas, produtos e serviços valores socioambientais	Empresas são muito poderosas: das 100 maiores instituições do mundo, 69 são empresas e 31 são governos; A sociedade tem cobrado posicionamento das empresas em várias questões éticas
<b>Governo</b>	Regula através de leis, internaliza nas empresas as externalidades	A preocupação socioambiental está primeiro em fiscalizar a prática da lei, mas vai além disso ao ser mais inclusiva, responsável e sustentável	A globalização criou interdependências, como vimos agora na Pandemia, mas muitas questões globais como a climática e dos oceanos, por exemplo, continuam sem solução
<b>Política</b>	A responsabilidade social nas empresas é uma forma de coletivismo que muito se assemelha ao Socialismo, já que a decisão da alocação de recursos das empresas seria baseada num mecanismo político e não de mercado	Criar valor para todos os <i>stakeholders</i> e adotar práticas socioambientais é pilar estratégico e competitivo, além de mitigador de riscos	Não podemos falar de Socialismo, pois o governo não está envolvido; Ademais, esse é um mecanismo de mercado. O que aconteceu foi que agora existe muito mais transparência das práticas corporativas



# A relevância dos fatores ESG no mundo corporativo

Mostramos na seção anterior que a função social dos negócios está evoluindo por pressão da sociedade, do mercado e dos *stakeholders*. De tal forma que a incorporação de questões socioambientais ao modelo de negócios tornou-se estratégica para empresas, um diferencial competitivo e um mitigador de riscos. Acreditamos que isso hoje seja tão relevante quanto o acultramento digital. Executivos e conselheiros das empresas que estão na vanguarda deste movimento já percebem claramente o tema ESG como fator positivo relevante, inclusive em suas métricas financeiras.

Vejamos a seguir alguns pontos que achamos relevantes:

## ESG e marca

A maior classe de *stakeholders* de uma empresa é, geralmente, a de seus consumidores. Não há produto ou serviço, nem negócio, sem o cliente. Para o consumidor, a marca é a face do produto e a de quem o produziu. A marca, segundo David Ogilvy, conhecido como o “pai da propaganda”, é a “*soma intangível dos atributos do produto*”. A marca carrega os sentimentos profundos que os consumidores têm para com a empresa e sua reputação.

Atualmente, a partir do momento em que acordamos, somos expostos a cerca de três mil e quinhentas marcas diferentes! Cada ocasião de uso é uma interação com as empresas através de suas marcas e o nosso subconsciente captura o que elas representam nas nossas vidas, tanto do ponto de vista meramente funcional (sua utilidade) quanto do simbólico, que vai interagir com o nosso psicológico, o nosso lado emocional.

Do ponto de vista acadêmico, existe vasta literatura desde os anos 1990 que tenta verificar as relações existentes entre responsabilidade social corporativa (RSC) e fidelidade à marca, com resultados diversos.



Uma modelagem bem aceita é a de Carroll, A. (1991), que identifica quatro dimensões da RSC: econômica, legal, ética e filantrópica, onde as duas primeiras são necessárias, a ética esperada e a filantrópica, desejada. Outros estudos que se seguiram (Salmones, M.G., *et al*, 2005) mostraram que a maior preocupação dos funcionários é com a situação econômica da empresa, o que é explicado por sua preocupação com a continuidade de seu trabalho; ao passo que consumidores não estariam tão preocupados com essa questão. Com relação à filantropia, alguns estudos (ex.: Page, G. e Fearn, H., 2005) mostraram que ela não é significativamente incorporada à marca a ponto de influenciar as atitudes dos consumidores. A possível explicação seria que os consumidores não estariam dispostos a sacrificar a evolução na funcionalidade do produto por engajamento filantrópico da marca.

Para os consumidores, no entanto, o que mais importa são os outros dois aspectos: o legal e a ética. Do ponto de vista das responsabilidades legais da empresa, o consumidor associa isso com as conformidades que irão garantir funcionalidade e qualidade ao produto. Na questão ética, que vai além dos aspectos legais, tratar de questões complexas como as socioambientais é um simbolismo que vai mexer com a psicologia deste consumidor. Esse lado simbólico da marca guarda as características intangíveis que se relacionarão com a autoestima e a maneira de se expressar do consumidor.

Em estudo publicado por Y. He e K.K. Lai (2014), eles testam certas hipóteses em campo para medir os impactos das responsabilidades legal e ética nas percepções funcional e simbólica das marcas e como isso afeta a fidelidade de seus consumidores. O estudo foi conduzido em shopping centers de Hong Kong e avaliou as hipóteses listadas abaixo para marcas de cosméticos.

**H1:** a **imagem funcional** de uma marca tem uma influência positiva significativa na **lealdade** à essa marca.

**H2:** a **imagem simbólica** de uma marca tem uma influência positiva significativa na **lealdade** à essa marca.

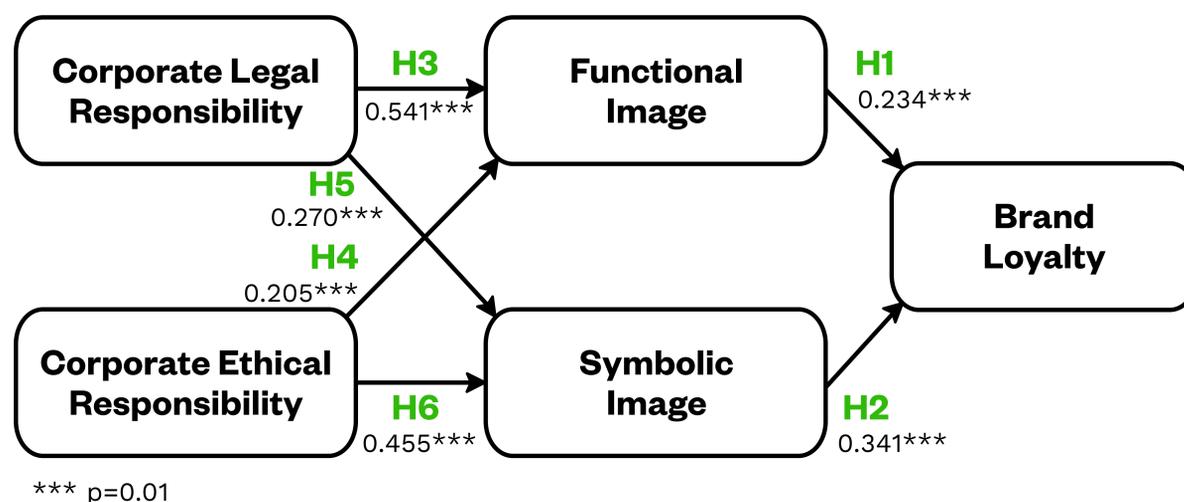
**H3:** a percepção de **comportamento legalmente responsável** pela empresa tem uma influência positiva na imagem **funcional** da marca percebida pelos consumidores.

**H4:** a percepção de **comportamento eticamente responsável** pela empresa tem uma influência positiva na imagem **funcional** da marca percebida pelos consumidores.

**H5:** a percepção de **comportamento legalmente responsável** pela empresa tem uma influência positiva na imagem **simbólica** da marca percebida pelos consumidores.

**H6:** a percepção de **comportamento eticamente responsável** pela empresa tem uma influência positiva na imagem **simbólica** da marca percebida pelos consumidores.

O diagrama abaixo ilustra os resultados estatísticos (coeficientes Beta), seguidos dos comentários dos autores, que dispensam análise adicional de nossa parte nessa situação específica.



**a) Responsabilidades legais e éticas:**

“nosso estudo demonstrou que as responsabilidades legais e éticas foram pistas importantes para consumidores desenvolverem imagens de marca...”; “comportamento corporativo legalmente responsável ajudou a fortalecer mais a imagem funcional do que a imagem simbólica”; “comparado com a responsabilidade legal, a responsabilidade ética é mais complicada e vai além do sistema legal; ela não tem uma definição uniforme e depende das crenças dos consumidores. O Consumo Ético está crescendo à medida que mais e mais consumidores percebem que suas ações têm implicações éticas, sociais e ambientais (Lee, 2009). Sendo ele uma maneira de expressão de si mesmo, com os consumidores podendo considerar a marca como parte de suas próprias identidades.”

**b) Imagens funcional e simbólica:**

“... resultados mostraram que ambas as imagens funcional e simbólica têm funções importantes de influência na lealdade à marca. Ademais, encontramos que a imagem simbólica tem um efeito positivo mais relevante do que a imagem funcional na lealdade à marca... mas não está claro o quão significativa é a diferença entre os dois...”; **“Uma das características do mercado em Hong Kong é que ele é muito competitivo e transparente em informações, o que significa que uma marca, ao oferecer certas funcionalidades ao consumidores, será facilmente imitada. Isso acaba por diminuir a diferença na dimensão funcional entre as marcas. Consequentemente, a relação entre consumidor e marca depende mais das motivações sociais, como autoestima. Portanto, a imagem simbólica tem efeito maior do que a imagem funcional na lealdade à marca nesse caso.”**

Esta “imagem simbólica” vai ganhar cada vez mais relevância na escolha dos consumidores, em um mundo mais informado acerca das questões socioambientais. À medida que os impactos climáticos vão sendo divulgados pelos noticiários, consumidores irão querer cada vez mais fazer “parcerias” com marcas ambientalmente responsáveis.

“The effect of corporate social responsibility on brand loyalty: the mediating role of brand image” (Yuanqiong He, Kin Keung Lai)



Olhando para frente, nos parece claro que marcas que já tenham feito este movimento terão enorme valor (no Brasil, pensamos logo em Natura – que já começa pelo nome). Da mesma forma, modelos de negócios e culturas que sejam verdadeiramente inclusivos carregarão isto em suas marcas e, em momentos de reafirmação do desprezo pelo racismo, as pessoas preferirão estar associadas a estas marcas. Steve Jobs não distinguia raça, cor da pele ou sexo – distinguia capacidade. Certa vez, ele levou uma diretora para negociar com a Sony no Japão e lá foi informado que não negociavam com mulheres. A resposta de Jobs foi imediata: “se não negociam com mulheres, então, não compraremos seus produtos”.

## ESG e produto / modelo de negócios

“As you know, the initial product of Tesla Motors is a high performance electric sports car called the Tesla Roadster. However, some readers may not be aware of the fact that our long term plan is to build a wide range of models, including affordably priced family cars. **This is because the overarching purpose of Tesla Motors (and the reason I am funding the company) is to help expedite the move from a mine-and-burn hydrocarbon economy towards a solar electric economy, which I believe to be the primary, but not exclusive, sustainable solution.**”

— Elon Musk, co-fundador e CEO da Tesla Motors, 2 de agosto de 2006

O processo de confecção de um produto, os materiais utilizados e sua destinação após uso são cada vez mais determinantes para o consumidor. Acima, trouxemos a visão de que o cumprimento de aspectos legais cria uma percepção positiva no consumidor a respeito da garantia de qualidade e funcionalidade de um produto. No entanto, aqui estamos tratando de algo além do que somente a garantia da funcionalidade, mas de quais atributos socioambientais aquele produto carrega. Como exemplo, usemos a indústria petroquímica: O plástico é um material fundamental, estando presente no dia-a-dia das pessoas, desde materiais médicos que salvam vidas, passando pela construção civil, carros, bens de consumo não duráveis, sacolas plásticas. Tudo. Por outro lado, um dos seus maiores atributos, que é o de ser barato e leve, faz com que seja facilmente descartável após o uso. Porém, as pessoas se esquecem que ele não se decompõe facilmente na natureza. O impacto nos oceanos é dramático! À medida que as pessoas se conscientizam deste impacto, abrem-se novas oportunidades de negócio: um novo tipo de consumo, com novos materiais, mais recicláveis, feitos à base de celulose ou até mesmo de novas composições do plástico.

Já mostramos o exemplo da Tesla, que tem como maior atributo ajudar o meio ambiente e por isso as pessoas pagaram grandes prêmios por seus produtos. As fontes de energias limpas, como a

eólica, eram caras no início, mas foram estimuladas pelos reguladores, ávidos por fugirem da matriz de carvão – a Inglaterra se livrará completamente do carvão até 2025 e, durante a Pandemia, com a queda do consumo industrial, não precisou ligar essas térmicas. Outro exemplo é o da carne vegetal, como da Beyond Meat. Pesquisa da BBC mostrou que 55% das pessoas que pararam de comer carne animal o fizeram pelo bem estar animal e 35% por questões ambientais, sendo a saúde somente a 3ª razão mais citada.

**“At Beyond Meat, we started with simple questions. Why do you need an animal to create meat? Why can't you build meat directly from plants? It turns out you can. So we did. We hope our plant-based meals allow you and your family to eat more, not less, of the traditional dishes you love, while feeling great about the health, sustainability, and animal welfare benefits of plant protein. Together, we can truly bring exciting change to the plate – and beyond.”**



Outro exemplo interessante é o caso da fabricante de roupas Patagonia. Em 2011, a companhia lançou a campanha “Don’t buy this jacket”. A intenção era mostrar aos consumidores o enorme impacto que a produção de roupas e o consumo excessivo têm no meio ambiente. Curiosamente, as vendas da Patagonia aceleraram no ano seguinte, deixando claro os benefícios de se praticar de verdade atividades de forma sustentável.

**Build the best product**

Our criteria for the best product rests on function, repairability, and, foremost, durability. Among the most direct ways we can limit ecological impacts is with goods that last for generations or can be recycled so the materials in them remain in use. Making the best product matters for saving the planet.

**Cause no unnecessary harm**

We know that our business activity—from lighting stores to dyeing shirts—is part of the problem. We work steadily to change our business practices and share what we’ve learned. But we recognize that this is not enough. We seek not only to do less harm, but more good.

**Use business to protect nature**

The challenges we face as a society require leadership. Once we identify a problem, we act. We embrace risk and act to protect and restore the stability, integrity and beauty of the web of life.

**Not bound by convention**

Our success—and much of the fun—lies in developing new ways to do things.





Poderíamos citar outras dezenas de exemplos, em praticamente todas as áreas de negócios. E quando dizemos que este processo se acelerará é porque, sobretudo aqui, as novas gerações também terão grande importância. Em 2019, 64% dos consumidores escolheram, trocaram, evitaram ou boicotaram marcas e produtos em função de suas posições em questões socioambientais, comparado com 51% em 2017, segundo a *Edelman Trust Barometer 2020*.

Finalmente, é importante dizer que precisamos tomar cuidado, como investidores e consumidores, com o que o presidente da Unilever Alan Jope chamou de “*woke-washing*”, prática cada vez mais comum. Ela nada mais é do que tentar passar uma imagem de propósito ou sustentabilidade que não é refletida na prática. Nosso desafio, como investidores, é tentar identificar quais empresas possuem de fato práticas sustentáveis e quais querem apenas passar uma boa imagem.

## Propósito, atração e retenção de talentos, engajamento

“Atrair e reter os melhores talentos nunca foi fácil. Mas no mercado de trabalho cada vez mais competitivo dos dias atuais, com uma força de trabalho que é mais global e diversa do que em qualquer outro momento, muitas organizações estão percebendo que elas precisam reconsiderar suas propostas de valor para os empregados. No século XX, os pontos eram relativamente óbvios: empregadores proviam salário, benefícios e segurança em troca de uma vida de comprometimento dos empregados. Mas hoje, as expectativas mudaram. Os funcionários querem mais do que um salário justo, bons benefícios e estabilidade. Nossas últimas pesquisas mostram que **um crescente número de pessoas está procurando empregos que provejam para elas um profundo senso de significado, propósito e impacto.**” — Mercer, 2019

Segundo o relatório *Global Talent Trends 2020* da Mercer, umas das maiores especialistas em RH do mundo:

- 1 em cada 3 empregados prefere trabalhar para uma empresa que demonstre responsabilidade com todos os *stakeholders*;
- 1 em cada 2 empregados (50%) quer trabalhar para uma empresa que ofereça **remuneração “responsável”**<sup>3</sup>, 49% preferem uma organização que cuide de suas situações financeiras e de saúde, 37% são motivados pela cultura, pelos valores e pelo propósito das empresas e 36% preferem empresas que foquem nas questões sociais e proteção do meio ambiente.

Mercer 2020 Global Talent Trends Study report:

<https://www.mercer.com/our-thinking/career/global-talent-hr-trends.html>

<sup>3</sup> Tradução literal do termo em inglês “responsible reward”, que, segundo o REBA (Rewards and Employee Benefits Association), significa: “considering the wider impact of how your organization does business, and then aligning your reward package to this vision. The aim is to create long-term sustainability by moving beyond purely financial goals and incentivizing the business – and its people – to generate a positive impact on society.”

portal MSCI ESG de mais de 7.500 empresas ao redor do mundo, e os principais resultados foram:

- Empregadores com funcionários altamente satisfeitos têm melhores avaliações em todos os aspectos ESG (14% melhor na média);
- Empregadores com imagem atraente para jovens talentos têm melhores avaliações em todos os aspectos ESG (25% melhor na média);
- Comparados aos pares, os melhores empregadores (medido pela satisfação e atratividade para os jovens talentos) tendem a:
  - ter baixas emissões de carbono
  - fazer mais esforço para entender os sentimentos dos empregados
  - ter mais diversidade
- Desempenho ESG está se tornando cada vez mais importante para atração e retenção de talentos;
- Como uma estratégia de RH, desempenho ESG tornou-se uma vantagem competitiva.

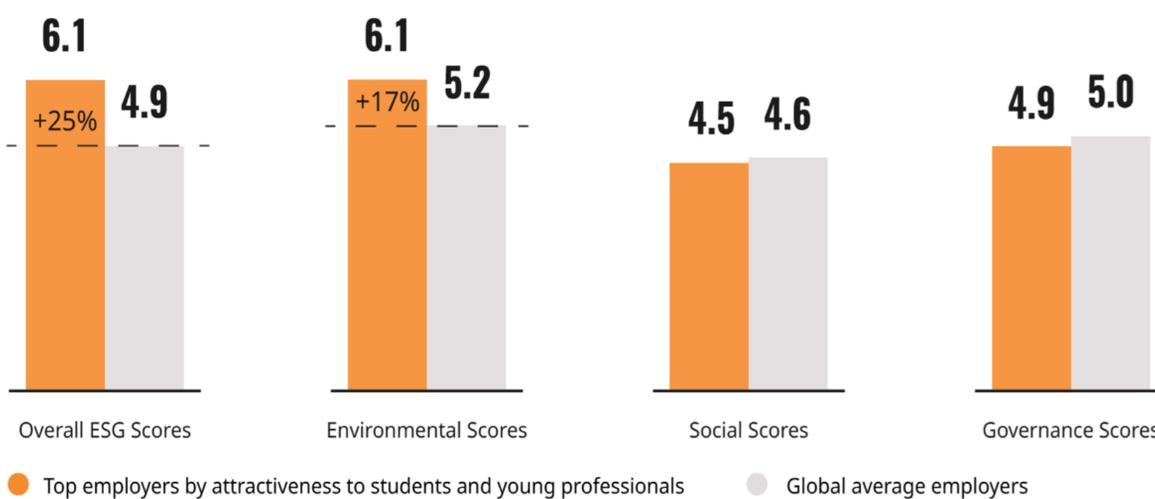
**Exhibit 1: Average ESG and pillar scores of top employers by the employee satisfaction and average employers**

0-10 scale, 2019



**Exhibit 2: Average ESG and pillar scores of top employers among young talent and average employers**

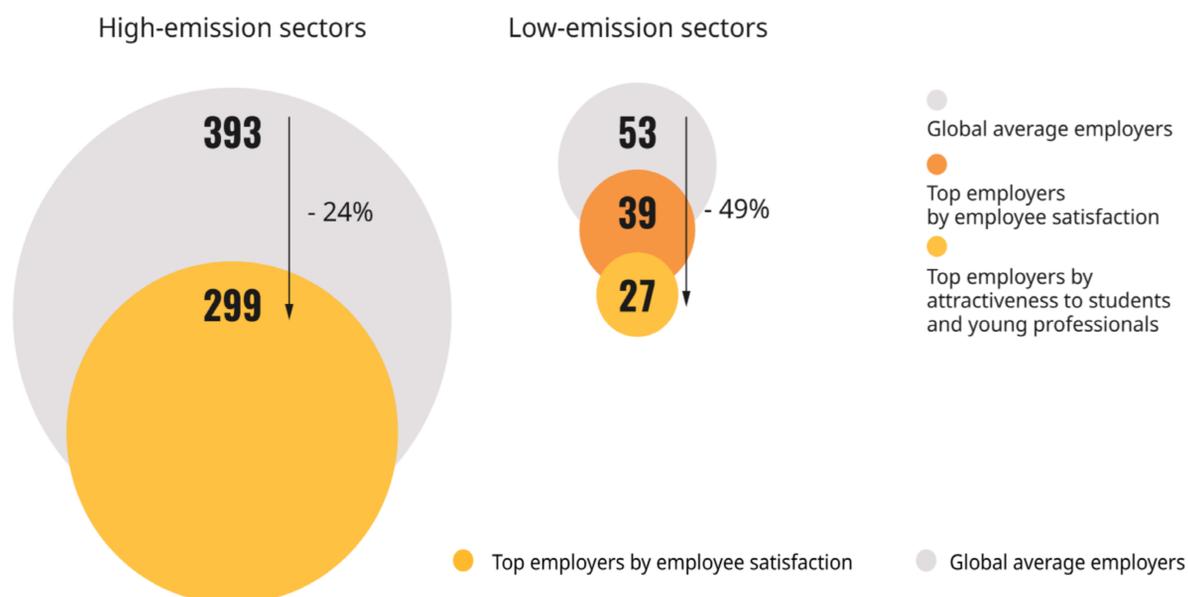
0-10 scale, 2019



MSCI, Marsh & McLennan Advantage Insights analysis  
[https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG\\_workforce\\_strategy\\_Part\\_I.pdf](https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG_workforce_strategy_Part_I.pdf)

**Exhibit 3: Average employer carbon emission intensity**

Metric tons per USD million sales, 2019



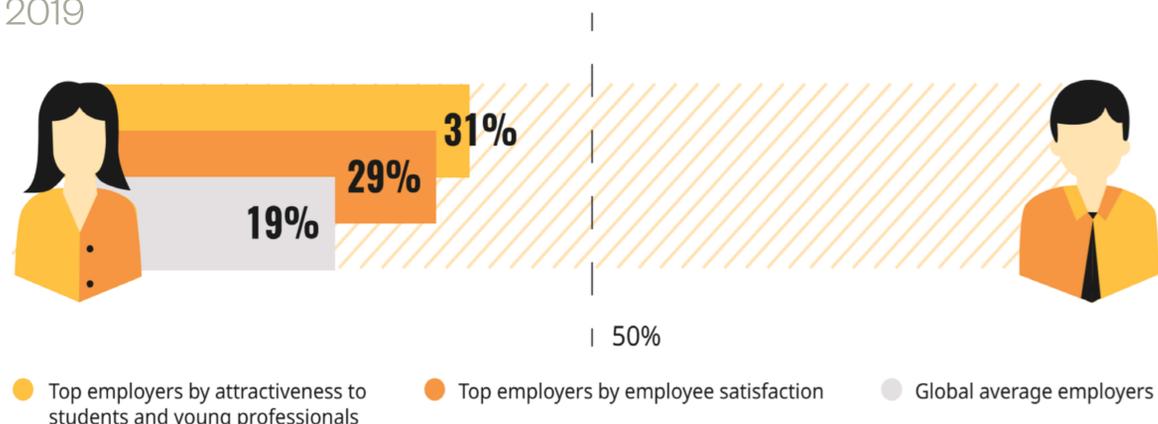
**Exhibit 4: Average employer effort in understanding employee sentiment**

0-10 scale, 2019



**Exhibit 5: Average Proportion Of Female Board Members**

2019



MSCI, Marsh & McLennan Advantage Insights analysis

[https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG\\_workforce\\_strategy\\_Part\\_1.pdf](https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG_workforce_strategy_Part_1.pdf)

McKinsey & Company — Diversity Matters: Latin America

<https://www.mckinsey.com.br/our-insights/diversity-matters-america-latina>

Do ponto de vista da diversidade, a consultoria McKinsey realiza há anos uma pesquisa global chamada “Diversity Matters”. Este ano, a consultoria executou, pela primeira vez, o estudo na América Latina (“Diversity Matters: Latin America”). Foram realizadas pesquisas com 3.900 funcionários de diferentes níveis hierárquicos das 1300 maiores empresas da região e relacionados os dados financeiros e sobre gênero de 700 empresas de capital aberto no Brasil, Chile, Peru, Argentina, Colombia e Panamá.



... como já afirmamos anteriormente, a adoção ESG e seus impactos é para hoje, não para o futuro.”

Com base nos resultados da pesquisa, Paula Castilho, sócia da consultoria, atestou:

“As empresas da América Latina que adotam a diversidade tendem a superar outras empresas em práticas-chave de negócios como inovação e colaboração, e seus líderes são melhores em promover a confiança e o trabalho em equipe. Elas também costumam ter ambientes de trabalho mais felizes e uma melhor retenção de talentos. Tudo isso se traduz tanto em uma saúde organizacional mais sólida quanto em resultados: empresas que adotam a diversidade têm uma probabilidade significativamente maior de alcançar uma performance financeira superior à de seus pares que não o fazem.”

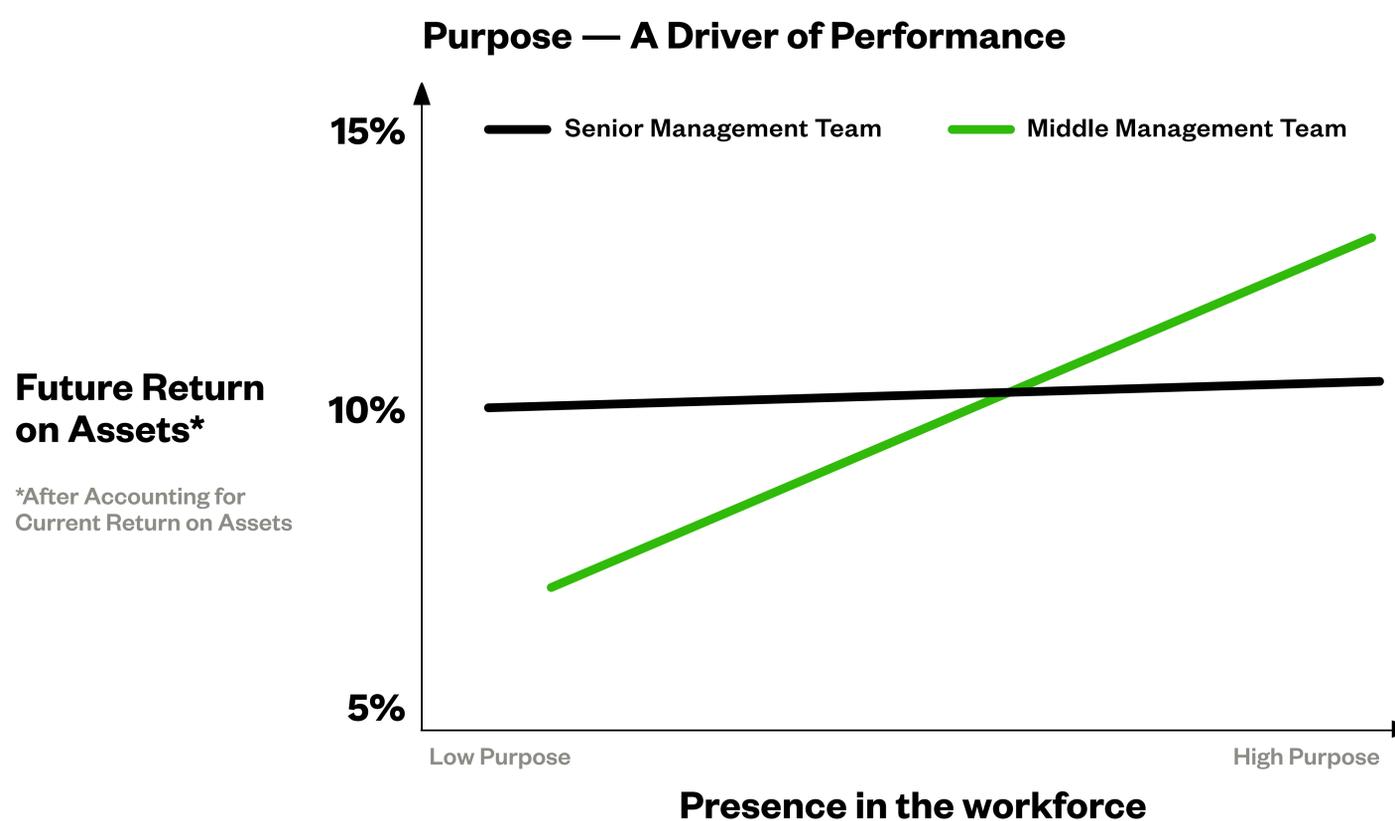
Outro aspecto importante das relações acima entre atração e retenção de talentos, engajamento dos funcionários e ESG é que elas tendem a aumentar por vários motivos, mas um em especial: o passar do tempo. Naturalmente, as gerações mais novas tendem a dar mais importância às questões ambientais, raciais e de diversidade no ambiente de trabalho, entre outras questões. A Geração Y (ou “Millennials”) vem sendo chamada por pesquisadores como “A Geração do Propósito” – 94% querem usar suas habilidades para beneficiar alguma causa social (segundo a *Society for HR Management*), e 63% acreditam que o propósito primário das empresas deveria ser “melhorar a sociedade” (segundo estudo da *Korn Ferry*); e a Geração Z (a caçula) é tão ou mais engajada com causas ambientais e sociais.

Estas duas gerações somadas (Y+Z) responderão por 72% da força de trabalho em 2029, comparado com 52% em 2019. Além disso, elas já começam a alcançar posições de decisão dentro das empresas. Portanto, como já afirmamos anteriormente, a adoção ESG e seus impactos é para hoje, não para o futuro.



## ... ainda sobre o Propósito

Tentamos mostrar através de estudos de consultorias de RH de alto nível global, a importância do propósito das empresas para engajar seus funcionários. Em estudo realizado em 2016, G. Serafeim e demais autores correlacionaram o propósito com o Retorno sobre Ativos das empresas, ou seja, sua lucratividade. O resultado demonstrou o quanto é importante que o propósito da empresa permeie toda a corporação, e não somente seu *senior management*, para ter bons resultados.



## ESG e custo de capital

Outro aspecto importante a ser considerado, não somente pelas empresas mas também pelos investidores, é que elevados scores ESG correlacionam positivamente com menores custos de capital. Intuitivamente, *ceteris paribus*, isso é explicado por uma base mais estável e fiel de acionistas.

De fato, em estudo recente, a MSCI mostrou a correlação negativa do score ESG das empresas e seu custo de capital, durante o período de 2016 a 2019. Vemos nos gráficos abaixo que esta relação é verdadeira tanto para o custo de capital do acionista como para o custo de dívida, e tanto para países desenvolvidos como emergentes.

Gartenberg, Claudine Madras and Prat, Andrea and Serafeim, George. 2019. Corporate Purpose and Financial Performance. *Organization Science*.  
[George Serafeim: Reimagining Capitalism - performance, purpose, and ESG issues \(YouTube\)](#)

ESG scores were related to companies' cost of capital



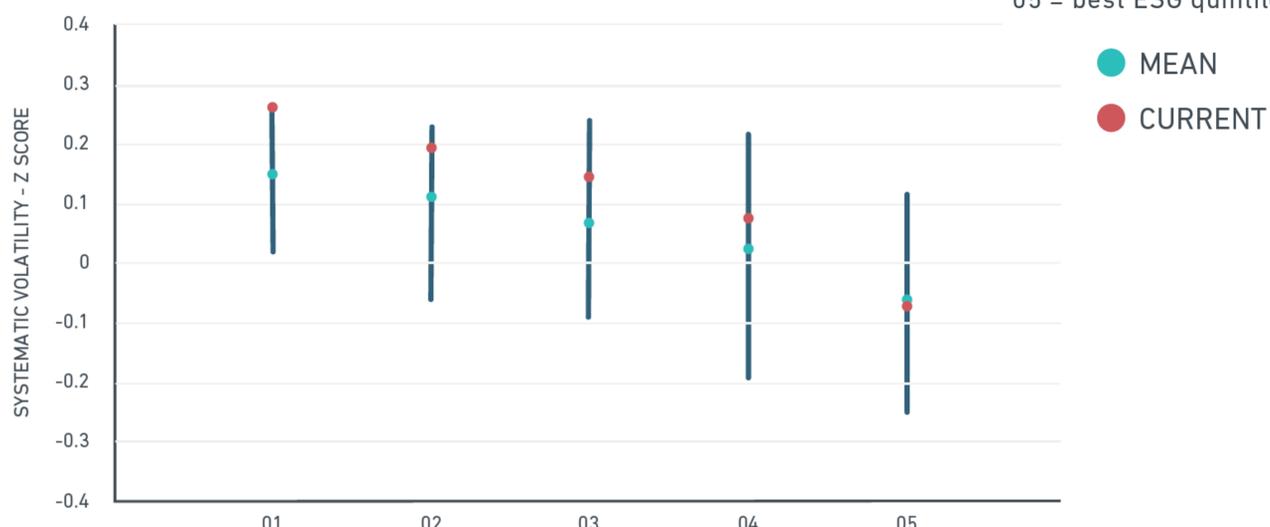
Outra interessante conclusão do estudo é que a correlação permaneceu válida para todos os setores analisados, mesmo para aqueles onde tradicionalmente o ESG não é tido como um tema tão relevante.

Ao analisar os principais estudos que tentam relacionar score ESG com métricas de retorno e performance, vemos uma grande consistência entre eles, o que faz bastante sentido: *altos scores* ESG indicam menor risco, menor custo de capital, maiores *valuations* e maiores retornos ao longo do tempo.

Um estudo do MSCI correlacionou a volatilidade das ações com o score ESG de empresas e observou-se uma menor volatilidade para empresas com maiores scores ESG, independentemente de seus setores de atuação, conforme mostrado abaixo:

Systematic Volatility Of ESG Quintiles<sup>x</sup>

01 = worst ESG quintile  
05 = best ESG quintile



**MSCI: ESG x Custo de Capital**  
<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589#:~:text=Companies%20with%20high%20ESG%20scores,debt%20followed%20the%20same%20relationship>

**MSCI: Introducing ESG Investing**  
<https://www.msci.com/documents/1296102/7943776/ESG+Investing+brochure.pdf/bcac11cb-872b-fe75-34b3-2eaca4526237>



## ESG e a minimização dos riscos operacionais

Como investidores, aprendemos da pior maneira possível sobre riscos nas operações das empresas: errando. No acidente de Brumadinho em 2019, as ações da Vale eram nossa maior posição. Acreditávamos à época que, após o *supply reform* na China, que eliminou grande quantidade de produção de minério de ferro de altíssimo custo e muito poluente, o balanço de oferta e demanda seria favorável para os preços da *commodity*, no médio e longo prazo. Aparentemente, estávamos certos em relação aos fundamentos do minério de ferro, mas aprendemos que não entendíamos dos riscos envolvidos na operação de mineração.

De acordo com a Vigeo, “os principais riscos ESG incorridos pelas empresas de mineração estão relacionados a suborno, biodiversidade, mudança climática, impactos em comunidades, segurança e saúde, direitos humanos, resíduos e água”. Todos estes fatores podem afetar a eficiência operacional, a segurança legal, a coesão do capital humano e a reputação da empresa. Além disso, as empresas de mineração precisam lidar com comunidades que estão cada vez mais conectadas, mais conscientes dos seus direitos e que têm maiores expectativas em relação aos investimentos minerais. O número de movimentos sociais tem aumentado cada vez mais e as iniciativas puramente filantrópicas não mais satisfazem as demandas das comunidades, que esperam algo mais sustentável para ajudar seu desenvolvimento socioeconômico.

Ainda segundo a Vigeo, além do risco reputacional, existem vários outros aspectos que podem afetar a eficiência operacional da empresa, como por exemplo disputas judiciais que possam atrasar ou até mesmo paralisar por completo certos projetos. A questão climática também é muito relevante pois eventos como enchentes, ciclones e terremotos podem prejudicar a infraestrutura e os equipamentos, aumentar a incidência de doenças e colocar em risco a segurança dos funcionários. Outro aspecto é a destinação dos rejeitos que, em certas atividades como na mineração de ferro, é muito volumoso e torna-se necessária a construção de barragens que têm alto custo ambiental em caso de rompimento, como vimos no caso da Vale.



## ... questão climática: custo futuro das emissões de gases de efeito estufa

Este é um tema muito relevante e importante para as empresas, que pretendemos tratar de maneira mais abrangente em cartas futuras. Entretanto, estaremos disponibilizando para todos que nos solicitarem, o estudo de revisão proprietário do material científico disponível, que nos convenceu acerca da questão climática antropogênica. Neste espaço limitado, gostaríamos simplesmente de afirmar que estamos convictos de que esta externalidade aos negócios (que é a emissão dos gases de efeito estufa) será internalizada via regulação e por preferências de consumo. Na primeira forma, isso já está acontecendo de maneira contundente em vários países europeus e várias cidades americanas. Da segunda forma, acontece em todo o mundo, em maior ou menor grau.

Nesse sentido, como investidores, devemos redobrar a atenção com relação aos passivos ambientais inerentes a certos negócios. Mostraremos adiante que não advogamos pelo não investimento em empresas de hidrocarbonetos ou siderúrgicas, mas estamos convencidos de que devemos atentar para o que acreditamos ser um processo de aceleração da internalização desses custos aos negócios, de uma forma ou de outra. Assim, o valor presente de seus fluxos de caixa talvez não seja aquele hoje precificado pelo mercado. Por outro lado, certos negócios carregam ativos ambientais valiosos também não precificados.

A tabela da próxima página mostra, em um exercício bastante rudimentar, dois diferentes cenários de compensação das emissões de empresas brasileiras (ao custo de US\$10/tCO<sub>2</sub>eq e US\$60/tCO<sub>2</sub>eq) e o que eles representariam em termos de comprometimento da receita líquida. Vale ressaltar que as emissões têm sido tratadas de formas diversas entre jurisdições e entre setores, e certamente a forma de internalização pelas empresas não será uniforme.

Pelo mundo, grandes empresas já estão anunciando que vão compensar as emissões de suas atividades. Destacamos empresas como a Microsoft, Amazon e até algumas linhas aéreas como a JetBlue e a Delta.



Empresa	Receita Líquida 2018 (R\$ Bi)	Emissões Escopo 1+2 (KtCO2eq)	Custo 1+2 @\$10/T (R\$ M)	% Rec Líquida	Custo 1+2 @\$60/T (R\$ M)	% Rec Líquida
CSN	23,0	14.322	522,8	2%	3.136,6	14%
USIMINAS	13,7	7.290	266,1	2%	1.596,6	12%
ENGIE BRASIL	8,8	4.354	158,9	2%	953,5	11%
GOL	11,4	3.395	123,9	1%	743,6	7%
COSAN	10,3	2.409	87,9	1%	527,6	5%
ELETROBRAS	25,8	6.021	219,8	1%	1.318,5	5%
PETROBRAS	310,3	60.629	2.213,0	1%	13.277,7	4%
BRASKEM	58,0	11.017	402,1	1%	2.412,7	4%
SABESP	16,1	2.346	85,6	1%	513,7	3%
RUMO S.A.	6,6	960	35,0	1%	210,2	3%
DURATEX S.A.	4,9	692	25,3	1%	151,5	3%
VALE S.A.	134,5	14.200	518,3	0%	3.109,8	2%
JBS	181,7	5.930	216,4	0%	1.298,6	1%
CEMIG	22,3	554	20,2	0%	121,3	1%
MULTIPLAN	1,2	27	1,0	0%	5,9	0%
WEG	12,0	135	4,9	0%	29,7	0%
AMBEV	50,2	488	17,8	0%	106,9	0%
OI	22,1	193	7,1	0%	42,3	0%
CCR	9,7	80	2,9	0%	17,5	0%
HYPERA	3,7	24	0,9	0%	5,4	0%
FLEURY	2,7	10	0,4	0%	2,3	0%
EMBRAER	13,1	42	1,5	0%	9,3	0%
B2W DIGITAL	6,5	15	0,5	0%	3,2	0%
LOCALIZA	7,9	17	0,6	0%	3,7	0%
MRV	5,4	10	0,4	0%	2,3	0%
LOJAS RENNER	8,4	12	0,4	0%	2,6	0%
LOJAS AMERICANAS	17,7	21	0,8	0%	4,6	0%
GRUPO NATURA	13,4	14	0,5	0%	3,0	0%
BRDESCO	88,8	51	1,9	0%	11,2	0%
B3	4,8	2	0,1	0%	0,5	0%
SUZANO S.A.*	13,4	-5.837	-213,1	-2%	-1.278,3	-10%

#### JGP e companhias

**Nota:** Consideramos o custo das emissões de escopo 1 e 2 das companhias selecionadas em cenários cujo preço da Tonelada do CO2Eq seria \$10 ou \$60.

\***Suzano S.A.:** Incluímos as emissões e capturas biogênicas decorrentes de mudanças no uso do solo.

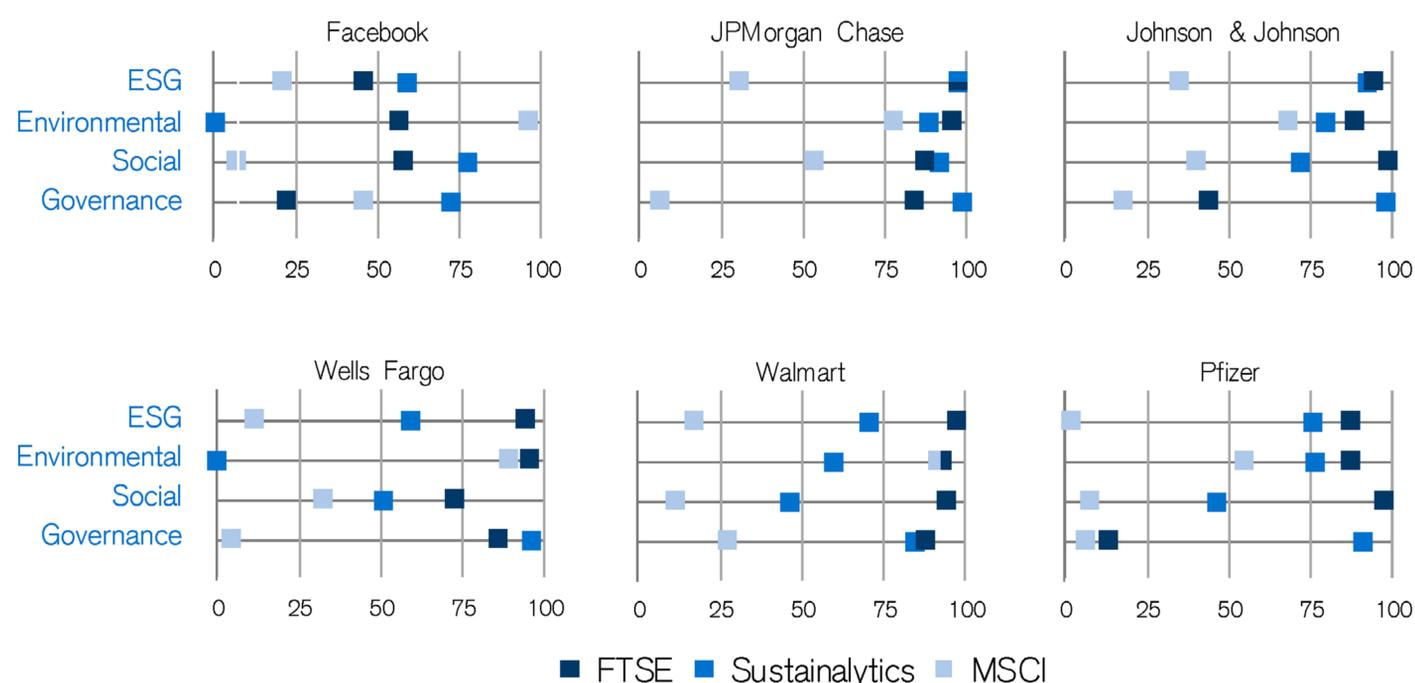


## Sobre a materialidade dos fatores ESG

Até o momento expusemos alguns estudos que indicam uma forte correlação entre *score* ESG e aceitação do produto, atração de talentos, redução de riscos e de custo de capital. Ao pesquisar sobre a correlação com retorno ao acionista, nos deparamos inicialmente com muitos estudos inconclusivos. Diversos deles indicavam não haver claramente tal correlação, e a incorporação dos critérios ESG no processo de investimento, apesar de indicar na maior parte dos casos impacto neutro ou positivo, poderia ter impactos inesperados no retorno dos *portfólios*.

Porém, uma característica comum a grande parte desses estudos, é que eles não diferenciam fatores materiais e não materiais nos *scores*, utilizando em sua maioria dados das consultorias de rating ESG, tais como Sustainalytics, MSCI e FTSE, entre outras. Vale comentar que há enorme divergência entre estas consultorias. Estudo recente do Credit Suisse (abaixo) mostrou que há inúmeros casos de empresas bem avaliadas por uma consultoria, mas muito mal avaliadas por outra. Essa discrepância, portanto, reduz a credibilidade dos estudos que utilizam os *scores* de forma “bruta”, sem fazer nenhum tipo de ajuste.

### Divergence in ratings across large, US companies



O estudo mais robusto que encontramos sobre o tema de retorno, foi o de Serafeim, G., *et al* (publicado em 2016 pela *Harvard Business School*), que separou fatores materiais dos não materiais na análise, chegando a conclusões muito interessantes. O que eles fizeram foi corrigir os *scores* ESG das empresas pelos fatores considerados materiais pelo mapa de materialidade do SASB. Vale mencionar que o estudo usou dados de mais de 2.000 empresas, durante um período de mais de 20 anos.



... uma empresa que gaste tempo, recursos e energia em questões não relevantes para seu negócio destruirá valor ao longo do tempo.”

Os resultados se encontram na tabela a seguir:

Annualized Alphas		Material Issues	
		Low	High
Non-material Issues	Low	-2.90%	6.01%
	High	0.60%	1.96%

Como podemos ver, há uma clara correlação entre score ESG em fatores materiais e a performance das ações, o que nos pareceu bastante razoável. O que nos surpreendeu foi o fato de que as ações que melhor performaram foram aquelas que apresentaram elevados scores em fatores materiais e baixos scores em fatores imateriais. Isto nos levou a concluir que uma empresa que gaste tempo, recursos e energia em questões não relevantes para seu negócio destruirá valor ao longo do tempo.

Este estudo nos mostrou a importância de identificar, em cada setor analisado, quais fatores devem ser focados e quais a serem desprezados. **Para as empresas, temos duas dicas de caminhos a seguir ao determinar o que é e o que não é material para seu ramo de atuação: (i)** o mapa de materialidade do SASB e **(ii)** pesquisa ampla com os *stakeholders* (funcionários, clientes, acionistas, fornecedores etc.)

## Conclusão

Tentamos nesta seção apenas abordar a importância da incorporação de fatores socioambientais pelo setor corporativo. Afinal, se achássemos que não faria sentido para as nossas investidas abraçarem esta questão, como forma de se diferenciarem e criar valor para nós, acionistas, não haveria motivo óbvio para nós, como gestores de recursos, incorporarmos estes fatores em nossos processos de análise.

Quando dissemos “abordar”, tentamos ser fiéis à realidade, pois tratamos aqui de temas profundos de maneira ainda superficial. Esperamos somente que ela sirva como mais um instrumento de motivação para que as empresas olhem os fatores socioambientais como algo fundamental para a continuidade e rentabilidade de seus negócios no longo prazo, uma vez que, conforme mostramos, diversos estudos das mais respeitadas consultorias em suas áreas de atuação e artigos acadêmicos mostraram a relevância destes fatores.

Serafeim, George, *et al* (2016):

“Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, Harvard Business School.



**Alertamos, no entanto,  
para a importância de:**

**Identificar a  
materialidade  
das ações**

1

**Estabelecer  
comitês e  
políticas**

2

**Definir metas  
a serem  
perseguidas**  
com o alinhamento  
de todos

3

**Medir,  
padronizar e  
dar** transparência  
às informações

4

**Rever o que  
não estiver  
contribuindo**  
quando necessário

5

**É importante frisar que não somos favoráveis  
ao desperdício de tempo, recursos, e muito  
menos advogamos pelo papel de árbitro  
moral das empresas na sociedade, através  
de futilidades. Se bem feito, as empresas vão  
associar o BEM com a rentabilidade.**



# Incorporação ESG nos nossos investimentos

A incorporação de fatores ESG em processos de análise e filosofia de investimentos pelas gestoras não necessariamente precisa ser explícita, em nossa opinião. Pelo que temos observado, algumas gestoras eventualmente estão em estágio superior nessa incorporação, mas preferem ser menos ativas que outras no que diz respeito às assinaturas de diversos códigos de *Stewardship*. Nesse sentido, pesquisa da *Natixis Investment Managers*, com mais de 500 investidores institucionais, revelou que 70% deles só aderiram à algum código de ética por questões meramente de imagem e reputação. Uma falha aqui é que esses códigos raramente fazem exigências aos seus membros.

**No nosso caso, quisemos deixar isso explícito por três motivos:**

- 1. Existe uma função social mais abrangente que deve ser perseguida pelas empresas** e, como atestado aqui, passamos a valorizá-la tanto quanto os fundamentos tradicionais e *valuation* em nosso processo de análise (ainda que somente agora, mas antes tarde do que nunca);
- 2. Como dever fiduciário** de comunicar isso aos nossos cotistas. Consideramos isso uma evolução no nosso processo de investimentos;
- 3. Como nossa pequena contribuição para o mundo que precisa do engajamento dos investidores para endereçar as questões socioambientais.**

## Tipologia no investimento responsável

De acordo com o CFA Institute, uma maneira simples, resumida, de explicar o que são os fatores ESG ou ASG é:

### Fatores

## Ambientais

Medida da conservação do mundo natural; que inclui os esforços acerca da questão climática, emissões de gases de efeito estufa (CO<sub>2</sub>, gás metano), poluição, biodiversidade, gestão de resíduos e efluentes.

### Fatores

## Sociais

Medida das considerações das pessoas e suas relações com a empresa, como satisfação do consumidor, engajamento dos funcionários, diversidade, relações com comunidades, proteção de dados e relações de trabalho.

### Fatores de

## Governança

Medida dos padrões para gerir uma empresa que tratam da composição do conselho de administração, estrutura dos comitês de auditoria e fiscal, processos para evitar corrupção, ouvidoria etc.

Do ponto de vista das diferentes estratégias para incorporar os fatores ESG no processo de investimento, diríamos que cada uma delas reflete um ou mais objetivos que o investidor busca atingir. Das várias divisões que encontramos na literatura, podemos destacar dois grandes grupos: o **screening**, que nada mais é do que uma aplicação de determinados filtros ao universo de investimento, e outro chamado **integration**. As estratégias não são excludentes e é bastante usual combiná-las. Acreditamos que não haja certo ou errado, apenas uma adequação aos objetivos do investidor.

### Investimento Responsável

#### Screening

#### Integration

**Norms-based**  
(estático)

**ESG**  
(dinâmico)

**Temático**

**Valuation**

**Risco**

- Carvão
- Trabalho escravo

- Ambiental
- Social
- Governança

- Impacto
- Ambiental

- Ambiental
- Social
- Governança

- Ambiental
- Social
- Governança

CFA Institute (2020), "ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review"

The Journal of portfolio management, Ethical Investing, volume 46, number 3; JGP



### Screening

A forma mais comum de *screening* é a da exclusão (norms-based), onde setores e/ou empresas são retirados do universo de investimento por não condizerem com os valores do investidor. Esta estratégia apresenta duas importantes características: (i) ela é agnóstica em relação a preço, o que implica que o investidor não está disposto a investir na empresa ou setor, independentemente de quão atrativo estiver seu preço; e (ii) ela é estática, de forma que a evolução do score ESG de uma empresa não será capturada pelo investidor. Na JGP, acreditamos que essa é uma maneira ineficiente e deve ser usado somente para indústrias muito prejudiciais e que podem deixar de existir ou serem completamente substituídas sem maiores prejuízos para a humanidade. Exemplos são a indústria de cigarros ou de térmicas à carvão.

Há uma segunda forma de *screening* que, diferentemente da anterior, é dinâmica. Ela pode descartar ou priorizar empresas ou setores, em função do seu score ESG. Isto implica que, ao longo do tempo, diferentes ativos poderão ser excluídos ou incluídos do universo de investimento, oferecendo mais flexibilidade em relação à anterior. Tem-se nessa forma um exemplo bastante utilizado, que é conhecido como *best in class* – um *positive screening*. Nele, se investe apenas nos setores/empresas com os melhores scores ESG, quando comparados com seus *peers*.

Por último, ainda dentro do grupo de *screening*, temos os investimentos temáticos, onde o investidor foca em um tema específico. Um exemplo são os fundos de impacto, que investem em empresas que buscam solucionar questões importantes para a sociedade, como energia renovável.

### Integration ou Integração

Na integração, a avaliação ESG das empresas é feita de forma holística, em conjunto com os demais fatores, como o financeiro. Desta forma, não há, a priori, exclusão de nenhum ativo do universo de investimento. Com essa abordagem seria possível investir em uma empresa com baixo score ESG, caso outros fatores compensassem esta deficiência. Esses outros fatores são o *valuation* e o risco.

Assim como na análise financeira, pode-se avaliar os critérios ESG desde uma forma 100% qualitativa até 100% quantitativa. Um fator crucial para esta tomada de decisão é a disponibilidade de dados confiáveis e comparáveis das empresas analisadas, um dos principais desafios na análise ESG, especialmente em mercados emergentes.



Vale reforçar que a adoção da estratégia de incorporação dos fatores ESG no processo de investimento é uma forma de adequá-lo ao objetivo do investidor. É de se esperar que todos busquem a maximização do retorno ajustado ao risco, mas não é incomum que alguns investidores estejam dispostos a abrir mão de parte do retorno para ter como contrapartida um impacto positivo na sociedade, mas não achamos que isso seja necessário conforme discorreremos mais à frente.

## **Incorporação ESG nos nossos fundos; lançamento do fundo JGP ESG FIC FIA**

Na JGP optamos por uma combinação de estratégias. Primeiramente, reformulamos nossa política de investimentos para adotar o *negative screening* para todos os fundos de investimentos da casa para alguns setores. Excluimos somente aqueles setores que julgamos, nesse momento, como sendo totalmente prejudiciais à humanidade e, ademais, já totalmente desnecessárias e/ou substituíveis, como as indústrias de fumo e jogos de azar; outras, por nossos valores e crenças, como a indústria bélica e a de mineração do carvão. Térmicas à carvão ou varejo de cigarros, quando dentro de outros negócios, são admissíveis, desde que limitados à certos percentuais da receita e que haja também o comprometimento, por parte das empresas, em reduzi-las com o tempo, conforme o caso. No Brasil, o potencial impacto destas exclusões é hoje desprezível.

Adicionalmente, para todos os nossos fundos de investimentos, adotamos a integração ESG – que é a estratégia que achamos mais eficiente por ser dinâmica e por permitir que tenhamos uma visão mais holística do mundo corporativo para o maior número de setores possível e que cobremos as empresas no sentido de evoluírem nos fatores socioambientais. Dessa maneira, caso já excluíssemos certa indústria ou empresa, não teríamos nem dado a chance de elas investirem para melhorar, como é o caso das indústrias de hidrocarbonetos ou dos frigoríficos, que em seus processos produtivos são grandes emissores de gases de efeito estufa, mas ainda são necessárias e de difícil exclusão pela sociedade no médio prazo.



... quisemos criar um veículo novo que seria a expressão máxima da nossa visão de um futuro ideal para o mundo corporativo sustentável”

## JGP ESG FIC FIA

Além da integração ESG em nossos fundos, quisemos criar um veículo novo que seria a expressão máxima da nossa visão de um futuro ideal para o mundo corporativo sustentável, com diversas restrições que nada mais são do que as condições de contorno desse mundo ainda fictício hoje, mas certamente real em alguns anos. Essas restrições têm a ver com níveis mais restritivos de pegadas de carbono e hídrica, de governança e de inclusão social. Tudo isso no nível do *portfólio*, como um *layer* adicional. Tentaremos, dadas as limitações no universo de investimentos em ações no Brasil, refletir esse mundo que vislumbramos como *quasi*-ideal, porém factível (importante frisar), que é um mundo com baixa (ou nula) emissão de gás carbônico, por exemplo. Não obstante, é importante alertar, para não decepcionar ninguém, que ainda não conseguimos eliminar do universo de investimento mesmo desse fundo, no nível individual, certas indústrias/empresas, porque achamos que devemos tomar cuidado para não retroceder no processo de combate à pobreza extrema no mundo.

Nessa lógica, adicionamos certas restrições à essa família de fundos ESG que chamamos de “ocasionais”. Estas restrições são impostas caso a empresa tenha apresentado algum problema muito grave no passado recente. Em tese, elas são temporárias, mas podem ser prorrogadas indefinidamente. Por exemplo, empresas que tiveram problemas socioambientais graves ou que estiveram envolvidas com corrupção nos últimos dois anos ficam automaticamente excluídas de nosso universo de investimentos (vale destacar que não deixamos de acompanhar como elas têm evoluído) e tornam a serem consideradas após esse prazo, voltando a fazer parte desse universo somente caso tenham endereçado o problema em questão.

Além disso, excluiremos empresas que foram classificadas no último quartil de seus respectivos setores nos critérios ESG em nível local e/ou global, conforme a indústria. Tentamos aqui premiar empresas que sejam eficientes e punir empresas com práticas ruins. Importante notar que este é um filtro dinâmico, ou seja, uma empresa que esteja na lista de exclusão, ao melhorar suas práticas, poderá voltar a ser investida – e, nossa intenção é reportar isso diretamente para as empresas e, por vezes, até mesmo tornar isso público.

Finalmente, pretendemos investir, de maneira gradativa, em empresas que causem impacto positivo contundente para o mundo com seus modelos de negócio também no exterior. Exemplos são empresas que ajudarão a transformar o modelo da matriz energética atual, agricultura e pesca regenerativas e de tecnologias inovadoras inclusivas, entre outras.



Tradicionais

ESG

Negative Screening

ESG Integration

Limites Ambientais Portfólio

Restrições “Ocasionais”

Best in Class

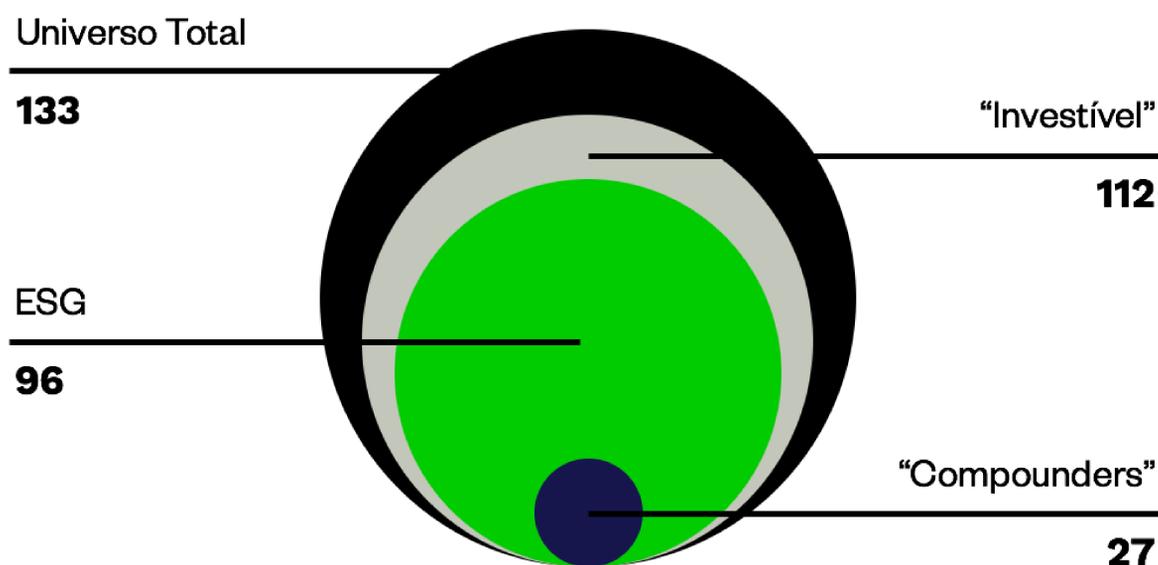
Impacto

Com o passar do tempo, à medida que evoluamos no nosso processo de análise e aculturamento ESG, acreditamos que nossos fundos tradicionais e ESG tenderão a se tornar cada vez mais parecidos. Quando começamos nosso primeiro fundo ESG, um fundo exclusivo, em 13 de agosto do ano passado (2019), ele tinha bem mais diferenças do que hoje para os que chamamos de tradicionais. Nossa explicação é que a integração e o aculturamento ESG do nosso processo e time, respectivamente, acabaram levando a esse resultado.

## Universo de investimentos

Ilustrativamente, mostramos abaixo algumas subclasses que vislumbramos dentro do universo de empresas que consideramos investir no Brasil. Ressaltamos que para nós na JGP, esse processo de aprendizado é contínuo e essas subclasses podem sofrer alteração mesmo que nada se altere nas empresas em si.

1. Empresas listadas no Brasil que em algum grau acompanhamos;
2. Empresas que hoje consideramos que poderíamos investir em nossos fundos tradicionais;
3. Empresas que hoje consideramos que poderíamos investir em nossos fundos ESG;
4. Empresas “core” – que chamamos de *compounders*; essas são empresas com modelos de negócios que consideramos vencedores olhando para frente, incluindo ESG.



Um aspecto que devemos lembrar nossos cotistas é que em nada alteramos **nossa filosofia de Ciclo e Valores** nos investimentos de nossos fundos em geral. De tal forma que continuamos trabalhando para interpretar o estágio do ciclo de mercado em que nos encontramos e expressá-lo nos nossos *portfólios*. Assim, se uma ação ou setor, por melhor que seja, não oferecer um retorno minimamente adequado para aquele estágio ou em absoluto, nós reduziremos ou mesmo venderemos essa ação. Assim, como exemplo, uma ação de certa empresa pode continuar sendo um potencial *core holding /compounder* em nossas análises, sem que sejamos acionistas em certo momento por causa de um *valuation* excessivamente demandante, ou seja, um risco-retorno ruim.

## A preocupação dos alocadores: o potencial impacto no retorno do fundo

De fato, no Brasil, temos um universo restrito de ações para investir, conforme mostramos acima. De tal forma que parte de nossos cotistas se questiona se, ao restringir ainda mais esse universo, não estaríamos potencialmente abrindo mão de retorno no fundo. Outro questionamento é se a integração ESG não tenderia a concentrar o *portfólio* em ações que são mais caras em termos de *valuation*, ou seja, que tem um custo de capital já mais baixo do que suas congêneres e, portanto, um potencial de retorno menor no tempo, ou de outra maneira, um prêmio de risco a ser capturado já minorado.

1. Empiricamente, observamos que dois tipos de erros impactaram negativamente o retorno de nossos fundos ao longo do tempo de maneira mais acentuada. O tipo 1 tem a ver com investimentos em empresas com problemas, porém “baratas” na busca de um retorno superior; o tipo 2 tem a ver com termos pouca exposição às empresas de qualidade, porque estavam sempre “caras”. Nossos



estudos preliminares mostraram que os fatores ESG correlacionam positivamente com qualidade. Nesse sentido, fizemos alguns estudos ajustando esses erros tipo 1 e 2 de nossa carteira, à luz de critérios ESG. O retorno melhorou substancialmente.

2. Aceitamos, a pedido de um cliente exclusivo, migrar sua carteira de ações, por nós gerida há muitos anos, para uma carteira com integração ESG. Após seis meses de estudos de tais fatores fizemos a migração e desde então este portfólio tem tido performance melhor que dos nossos fundos de ações tradicionais. De forma que temos duas carteiras geridas pelo mesmo time, sendo uma incorporando fatores ESG e outra não (por boa parte desse período). Nesses 11 meses, o resultado foi positivo, sobretudo se levarmos em conta que isso aconteceu em um período que o Real depreciou bastante, ajudando as empresas de *commodities* que têm pouca relevância nesta carteira ESG.
3. Nós achamos que a maioria das teses que acreditamos possam ser expressas no Brasil através de uma carteira ESG. Obviamente não perfeitamente, mas com bons resultados. Imaginemos que acreditássemos que o petróleo fosse subir bastante no futuro, e que exclusivamente por isso gostaríamos de ter uma posição relevante em Petrobras - que certamente teria limitações na carteira do fundo JGP ESG por causa das limitações nas emissões de gases de efeito estufa que impusemos a esse portfólio. Poderíamos expressar esta tese investindo em São Martinho, cujo valor do negócio de etanol é cerca de 70% do valor da empresa.
4. Vários estudos tentaram correlacionar os fatores ESG com retorno, conforme já dissemos. Os estudos tendem a mostrar resultados positivos. Nossa opinião, é que essa incorporação não terá resultados positivos para todos os estilos e gestores por diversos motivos. No nosso caso, acreditamos que agregará resultados positivos pela nossa filosofia de investimentos, que focou demasiadamente no ciclo nos últimos anos e isso nos levou por vezes a investir em empresas de pior qualidade. E um ponto adicional, que não pretendemos explorar agora, mas que tem a ver com quais temas queremos perseguir em nossos portfólios quando olhamos para frente (como plataformas, internacionalização das empresas brasileiras e sustentabilidade).
5. Por fim, como já dissemos na introdução dessa carta, a incorporação de fatores ESG em nosso processo de investimentos representa uma enorme evolução na maneira de olharmos os negócios, por essa característica mais holística e sistêmica que ela demanda.



# Resumo dos passos que seguimos até agora

## A Motivação Inicial: O Clima/Meio Ambiente

Conforme já reportamos, além do acidente de Brumadinho, que teve impacto relevante na performance de nossos fundos em termos tanto absoluto quanto relativo aos nossos pares, o mais importante aspecto em termos de fundamentos para decidirmos adotar os critérios ESG foi o entendimento sobre as questões climáticas. Não queremos menosprezar o “S” e o “G”, que conforme o caso são até mais materiais do que o “E” (ou “A”), mas ao revermos a literatura científica acerca do clima, nos deparamos com algo que a sociedade em todas as suas instâncias deveria se unir para enfrentar, uma vez que acreditamos que os governos agirão tardiamente.

A questão climática é potencialmente muito pior do que a pandemia que hoje vivemos, pois é um problema de longuíssimo prazo. Na escala de tempo, é um problema secular, literalmente, pois o gás carbônico que causa o efeito estufa não vai se dissipar nos próximos 100 anos e continuamos adicionando algo próximo de 50 giga toneladas/ano dele na atmosfera. Desta forma, a questão ambiental é algo com que iremos conviver no futuro, a perder de vista.

Também estudamos o tema da mudança climática do ponto de vista econômico e político. Concluimos que o impacto para todas as nações e para os mais diversos setores e empresas será inexoravelmente relevante. Hoje já é uma externalidade cada vez mais internalizada aos indivíduos e empresas, através de vários instrumentos como regulação, formação de mercado de créditos de carbono, preferência dos consumidores e custo de capital.



Daí, seguimos uma linha de ação que deveríamos também rever as outras questões ESG, conforme descrevemos nesta carta até agora, ou seja, rever a função social das empresas, rever e aprofundar as questões de inclusão social e de governança corporativa. E quanto mais estudamos, mais temos a convicção de termos de olhar para o mundo de maneira mais sistêmica, entendendo a interdependência entre as pessoas, negócios e nações e interconexão do ser humano com o meio ambiente.

Essa interconexão com o meio ambiente é subavaliada no mundo dos negócios em muitos aspectos. Por exemplo, se olharmos o histórico das Pandemias, todas foram iniciadas como um evento de zoonose, ou seja, um patógeno pulando do reino animal para o humano diretamente ou através de algum vetor. Esses eventos têm impactos sócio-político-econômicos similares aos das grandes guerras mundiais. Em artigo recente, o renomado biólogo e escritor Jared Diamond, afirma que a Peste Negra, que foi causada por uma bactéria de roedores transmitida para os humanos por pulgas, aniquilou 1/3 da população da Europa entre os anos de 1347-51, e levou ao colapso de sua economia. Do lado social, o evento forçou alterações nas relações trabalhistas entre os donos das terras e trabalhadores, como o pagamento de salários e melhores condições de trabalho. Também, a peste, ao limitar as viagens e os negócios pelo mundo, impactou de forma definitiva a dominância do Império Mongol sobre a China e a Pérsia.

Em fórum recente sobre transparência no setor de saúde, promovido pelo GRI, aprendemos que mesmo no setor de hospitais, quase nenhum deles tratava do risco de Pandemia nos *disclaimers* sobre riscos à que estavam sujeitos. Precisamos demandar das empresas, como investidores, a avaliação dos riscos ambientais em seus negócios. No caso da Pandemia, o mercado de Wuhan foi fechado, mas existem muitos outros com características semelhantes mundo afora e, diferentemente do passado, o mundo hoje nos transportes e nos negócios está muitíssimo mais interconectado e interdependente.



## Passos que seguimos até o momento:

- Revisão dos conceitos básicos e literatura científica acerca da **questão climática** – 3 meses;
- **Formação de equipe interdisciplinar** (ações, crédito, jurídico, comercial, administrativo) para coordenar a integração ESG e acultramento na JGP – cerca de 10 pessoas;
- Contratação de **consultoria para entendimento das questões ambientais** (Sitawi); todos analistas e gestores de ações e crédito participaram – 4 meses;
- Contratação de **consultoria para aprofundamento das questões de Governança** (Ace Governance); todos analistas e gestores de ações e crédito participaram – *Workshop* de cerca de 12 horas em 3 turnos;
- Revisão da nossa **política de investimentos** para abarcar as práticas ESG;
- Revisão de nossa **política de voto** para melhor direcionar nossa participação em Assembleias de Acionistas e Credores;
- **Conversão de fundo exclusivo** sob nossa gestão, espelho de nossos fundos há alguns anos, para fundo com integração ESG – a partir de 13 de agosto de 2019;
- Palestra interna com representante das Nações Unidas acerca dos **ODS** nas empresas – participação de todos os funcionários da empresa;



- Várias **ações internas** de revisão de processos, desde mais simples como a **reciclagem** até a revisão da política de contratação para fomentar maior **diversidade** no quadro de funcionários e sócios;
- Adesão ao código de **Stewardship** da AMEC e ao **PRI**, das Nações Unidas;
- **Formação do Comitê de Sustentabilidade**, que possui 5 Grupos de Trabalho com focos diferentes (Frameworks de Análise, Governança, Filantropia/Impacto, Práticas Internas e Comunicação);
- Decisão sobre a **destinação de 20% da taxa de administração** de nossos fundos de ações ESG para filantropia / investimentos de impacto e definição de nosso primeiro parceiro: o Instituto Mar Adentro, onde seremos patrocinadores do Projeto Ilhas do Rio, que trata de pesquisas científicas no arquipélago das Ilhas Cagarras, no Rio de Janeiro e de educação ambiental, entre outros;
- Envolvimento de toda a equipe para acelerarmos a construção de um framework proprietário de análise ESG; nossa referência inicial é o **SASB** (*Sustainability Accounting Standards Board*);
- **Lançamento do fundo JGP ESG condominial** (555);
- **Lançamento do fundo JGP ESG previdenciário** (4444).



De tudo que mencionamos acima, a parte mais trabalhosa e que deve durar ainda bastante tempo para concluirmos totalmente é a parte dos frameworks, em seu aspecto quantitativo. Isso porque cerca de 100 perguntas devem ser respondidas nos 3 quesitos ESG para cada empresa. Muitas dessas empresas ainda não têm essas respostas e mesmo aquelas que já estão mais avançadas não seguem padrões exatamente iguais, demandando ajustes. Além disso, idealmente, pretendemos comparar as empresas brasileiras com seus pares locais e internacionais. Uma solução que vislumbramos foi a contratação de mão de obra temporária e o uso de nossos cientistas de dados para tornar o processo factível.

Do ponto de vista qualitativo, o desafio é bem menos intenso se comparado ao quantitativo, pois temos um bom time de analistas nas áreas de ações e crédito, que têm estudado os critérios ESG em seus respectivos setores e, nesse sentido, existe bastante material disponível. Acreditamos que muitos dos que adotarem os critérios ESG em suas políticas de investimentos tenderão ou a ficar somente no campo qualitativo ou terceirizarão a parte quantitativa para consultorias ou para o *sell side*, o que é compreensível. Nós optamos por internalizar essa trabalhosa tarefa porque, como tentamos mostrar nessa carta, temos hoje os fatores ESG com importância similar aos nossos modelos de DCF ou o entendimento do modelo de negócios das empresas.

Em paralelo, temos feito um trabalho de engajamento com as empresas, que se dá tanto sob a ótica de incentivar a divulgação e padronização das informações ESG, como do ponto de vista de influenciar as empresas a terem impactos cada vez melhores na sociedade e no meio ambiente. Até agora, nossa percepção tem sido bastante positiva com a grande aceitação e interesse pela maior parte delas. Essa postura tem facilitado bastante a evolução do tema no mercado.

# Natura

## Estudo de caso simplificado

Para finalizar, a título de exemplo, tomemos o caso de Natura, uma importante posição em todos os nossos fundos de ações atualmente. A empresa tem substancial potencial de valorização e ainda tem altos níveis ESG, segundo nosso framework.

Na tabela a seguir encontram-se resumidos os aspectos materiais da indústria de cosméticos em termos ESG. É importante mencionar que para cada critério avaliamos políticas, práticas e controvérsias, e sua evolução em relação ao seu próprio histórico e em comparação com os *peers*, locais e globais. No caso da Natura consideramos como *peers* as seguintes empresas, por disponibilidade de informações: L’Oreal, Oriflame, Amore Pacific e O Boticário.

Setor de Cosméticos		
Ambiental	Social	Governança
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Utilização de recursos (incluindo estresse hídrico na cadeia de produção);</li> <li>— Mudanças Climáticas (Emissão de GHG);</li> <li>— Composição dos produtos (padrões de green chemistry, filiação ao RSPO);</li> <li>— Composição das embalagens utilizadas (uso de materiais reciclados, recicláveis, reutilizáveis ou compostáveis);</li> <li>— Gestão de resíduos e efluentes;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Relacionamento com funcionários (treinamento, taxa de rotatividade, diversidade, remuneração);</li> <li>— Relacionamento com clientes e fornecedores;</li> <li>— Relacionamento com comunidades (impactos e investimentos sociais);</li> <li>— Revendedoras (relacionamento, rotatividade);</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Políticas e Comitês (auditoria, remuneração);</li> <li>— Qualidade e independência do Board (competências, diversidade);</li> <li>— Remuneração dos executivos (estrutura, alinhamento, valores);</li> <li>— Transparência (divulgação de informações, indicadores de sustentabilidade);</li> <li>— Ética e integridade (código de conduta, programa anticorrupção, canal de denúncias)</li> <li>— Direitos de minoritários</li> </ul>



Cerca de 100 perguntas nos fatores ESG foram formuladas e uma boa parte delas já respondidas. A título ilustrativo, segue abaixo uma amostra das perguntas ambientais que fizemos à Natura.

Aspecto Ambiental	
Tema	Indicadores
Uso de Recursos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas e Indicadores sobre uso de água, energia e outros recursos naturais;</li> <li>• Performance dos indicadores versus histórico e <i>peers</i>;</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>
Mudanças Climáticas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas e Indicadores sobre mudanças climáticas e emissões de GHG (escopos 1, 2 e 3);</li> <li>• Performance dos indicadores versus histórico e <i>peers</i>;</li> <li>• Resposta ao Questionário do CDP (Carbon Disclosure Project);</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>
Gestão de Resíduos e Efluentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas e Indicadores sobre gestão de resíduos e efluentes;</li> <li>• Performance dos indicadores versus histórico e <i>peers</i>;</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>
Estresse Hídrico	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presença de plantas em regiões de médio e alto estresse hídrico;</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>
Composição de Embalagens	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas e indicadores relacionados à composição de suas embalagens;</li> <li>• Uso de Materiais reciclados, recicláveis, reutilizáveis ou compostáveis;</li> <li>• Performance dos indicadores versus histórico e <i>peers</i>;</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>
Composição de Produtos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas e indicadores relacionados à composição dos produtos;</li> <li>• Produtos que seguem os padrões do Green Chemistry;</li> <li>• Filiação ao RSPO (Roundtable on Sustainable Palm Oil);</li> <li>• Performance dos indicadores versus histórico e <i>peers</i>;</li> <li>• Controvérsias recentes;</li> </ul>

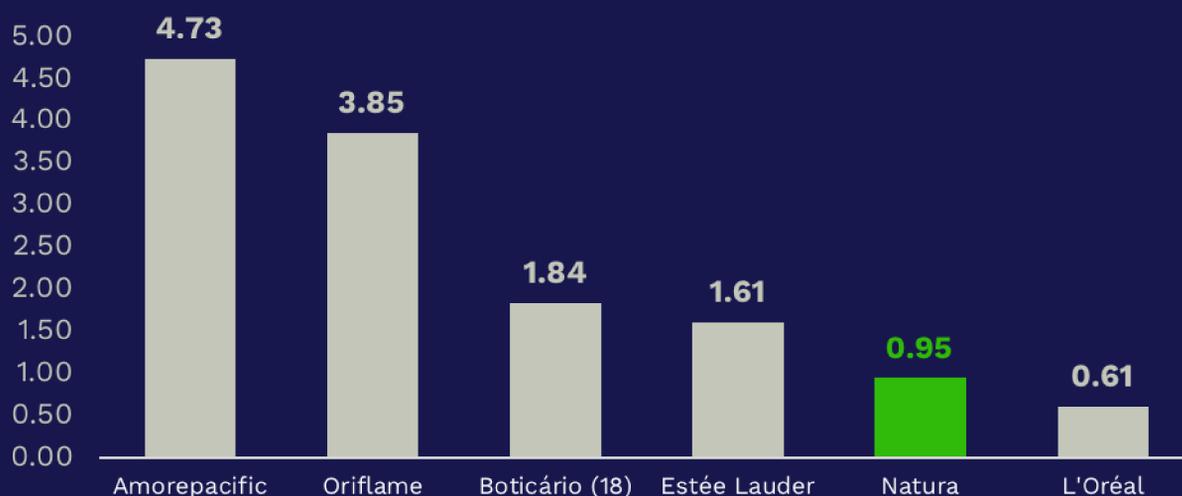
Vale lembrar a dificuldade em obter dados confiáveis e comparáveis de todas as empresas. Isto reforça a necessidade de avaliar os dados quantitativos em conjunto com a análise qualitativa, que se constrói em anos de relacionamento. Por exemplo, alguns fundos estrangeiros veem um problema de governança por falta de rotatividade de alguns membros do Conselho. Nós não concordamos, pois esses membros são justamente os antigos controladores que ainda detém participação relevante na empresa e ainda são grandes contribuidores na formulação estratégica e manutenção do DNA da empresa.

Na parte ambiental, percebemos uma grande preocupação com o meio ambiente em suas políticas, que se reflete em seus indicadores. A Natura vem apresentando melhora consistente em praticamente todos os aspectos avaliados – destacamos as emissões de gases do efeito estufa. Como podemos ver nos gráficos abaixo, ela vem melhorando consistentemente nesse aspecto nos últimos anos, e se encontra muito bem colocada em relação aos *peers*. Vale mencionar que precisamos tomar cuidado nas análises comparativas em função da não padronização dos dados, por isso usamos estes com ressalvas.

**Intensidade de Emissões, Natura (tCO2Eq/R\$m)**



**Intensidade de Emissões, 2019 (tCO2Eq/R\$m)**





**No lado social, também há robustez em suas políticas e divulgação de informações.** Os números em si apresentam uma leve tendência de piora, como no índice de rotatividade de funcionários e percentual de funcionárias em seus quadros, porém, em níveis que consideramos bons, em linha com seus pares, que também apresentam ótimo padrão. Vamos continuar monitorando de perto a performance desses indicadores.

**Por fim, a avaliação da governança também foi positiva.**

Além de ter diversas políticas e comitês bem estruturados, vemos um grande alinhamento do *management* e do conselho na geração de valor de longo prazo, além de uma grande preocupação com a sustentabilidade, tendo inclusive suas remunerações atreladas a métricas ESG.

Como dissemos anteriormente, resolvemos mostrar de forma resumida a análise ESG da Natura nesta carta e pretendemos mostrar de forma aprofundada futuramente em outra carta.



# Referências Bibliográficas

**Hart, Oliver, et al (2017)**, “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value”, ECGL.

**Friedman, Milton (1970)**, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit”, New York Times Magazine.

**Serafeim, George, et al (2016)**: “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, Harvard Business School.

**Ioannou, Ioannis (2018)**, “Why it pays to be socially responsible in business”, <https://www.london.edu/think/why-it-pays-to-be-socially-responsible-in-business>.

**Hayek, Friedrich (1945)**, “The Use of Knowledge in Society”, The American Economic Review.

**Carroll, Archie B. (1991)**, “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders”, Business Horizons.

**Salmones, M.G., et al (2005)**, “Influence of Corporate Social Responsibility on Loyalty and Valuation of Services”, Journal of Business Ethics.

**Y. He, K.K. Lai (2013)**, “The impact of supplier integration on customer integration and new product performance: The mediating role of manufacturing flexibility under trust theory”, Elsevier.

**Page, G. e Fearn, H. (2005)**, “Corporate Reputation: What Do Consumers Really Care About?”, Advertising Research Foundation.

**Jones, Lora (2020)**, “Veganism: Why are vegan diets on the rise?”, <https://www.bbc.com/news/business-44488051>

**“Edelman Trust Barometer 2020”**, [https://www.edelman.com.br/sites/g/files/aatuss291/files/2020-04/POR\\_2020%20Trust%20Barometer%20Brazil%20Report\\_com%20global\\_comunicacao\\_0.pdf#page=66](https://www.edelman.com.br/sites/g/files/aatuss291/files/2020-04/POR_2020%20Trust%20Barometer%20Brazil%20Report_com%20global_comunicacao_0.pdf#page=66)

**“Global Talent Trends 2020”**, <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/gl-2020-mercer-global-talent-trends-2020-report-portuguese.pdf>

**“ESG as a workforce strategy”**, [https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG-as-a-workforce-strategy\\_Part%20I.pdf](https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG-as-a-workforce-strategy_Part%20I.pdf)



**Gurchiek, Kathy (2014)**, “Millennial’s Desire to Do Good Defines Workplace Culture”, <https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr-topics/behavioral-competencies/global-and-cultural-effectiveness/pages/millennial-impact.aspx>

**Feldmann, Derrick (2014)**, “Millennial Impact Report”, <https://casefoundation.org/wp-content/uploads/2014/11/MillennialImpactReport-2014.pdf#page=21>

**Goleman, Daniel**, “Millennials: The Purpose Generation”, <https://www.kornferry.com/insights/articles/millennials-purpose-generation>

**Lodh, Ashish (2020)**, “ESG and the Cost of Capital”, <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589#:~:text=Companies'%20ESG%20profiles%20correlated%20with%20cost%20of%20capital&text=29%2C%202019.&text=In%20the%20MSCI%20World%20Index%2C%20the%20average%20cost%20of%20capital,even%20higher%20for%20MSCI%20EM.>

**Giese, Guido, et al (2019)**, “Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance”, <https://www.msci.com/documents/10199/03d6faef-2394-44e9-a119-4ca130909226>

**Rutten, Anne (2013)**, “Materiality of ESG Risks in the Mining Sector”, [http://www.vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2016/11/Sustainable-Focus\\_Materiality-of-ESG-risks-in-the-Mining-sector\\_November-2013.pdf](http://www.vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2016/11/Sustainable-Focus_Materiality-of-ESG-risks-in-the-Mining-sector_November-2013.pdf)

**Credit Suisse (2020)**, “Divergence in Rating: Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020”.

**Mckinsey (2020)**, “Diversity Matters: América Latina”, <https://www.mckinsey.com.br/our-insights/diversity-matters-america-latina>

**Institutional Investor (2020)**, “There Are 2,698 Signatories to the United Nations’ ESG Code. Has It Changed Anyone’s Behavior?”, <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1jt9dxk7dcff4/There-Are-2-698-Signatories-to-the-United-Nations-ESG-Code-Has-It-Changed-Anyone-s-Behavior>

**CFA Institute (2020)**, “ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review”, [https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2020/esg-and-responsible-institutional-investing?s\\_cid=ppc\\_RF\\_Google\\_Search\\_ESGandResponsibleInstitutionalInvesting](https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2020/esg-and-responsible-institutional-investing?s_cid=ppc_RF_Google_Search_ESGandResponsibleInstitutionalInvesting)

**Diamond, Jared (2020)**, “The Germs That Transformed History”, <https://www.wsj.com/articles/the-germs-that-transformed-history-11590159271>

# JGP

Signatory of:



**Rio de Janeiro - RJ — Brasil**

Rua Humaitá 275, 11º e 12º andares  
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ

CEP: 22261-005

Telefone +55 21 3528.8200

[www.jgp.com.br](http://www.jgp.com.br)

**São Paulo - SP — Brasil**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2277  
Cj. 1904, 19º andar – Jd. Paulistano

São Paulo – SP — Brasil

CEP: 01452-000

Telefone +55 11 4878.0001

---

Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. **Descrição do tipo ANBIMA disponível no formulário de informações complementares.** As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.

