



# Integração de questões ESG na avaliação de empresas

# Integração de questões ESG na avaliação de empresas

## Apresentação

Este White Paper tem o objetivo de compartilhar as práticas da Itaú Asset Management<sup>1</sup> acerca do tema internacionalmente conhecido como **Investimento Responsável**. Introduzimos a abordagem que a Itaú Asset adota para a integração de questões socioambientais na avaliação de empresas, também conhecida como **Integração ESG**.

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

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

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

## 1. Investimento Responsável

O investimento responsável é uma filosofia de investimentos que leva em conta questões ambientais, sociais e de governança (ESG, do inglês *environmental, social and governance*) nos seus processos de seleção de ativos e comportamento como acionista. Os adeptos do investimento responsável incorporam tais questões às suas decisões para obter retornos mais ajustados ao risco de seus portfólios. Também conhecido pela sigla SRI (*Sustainable & Responsible Investment*), é praticado, com diferentes abordagens, desde o século XVIII, ganhando impulso a partir de 2006, com o lançamento do PRI<sup>2</sup> (*Principles for Responsible Investment*), uma rede global de investidores institucionais apoiada pela ONU. O PRI promove a adoção de princípios norteadores para a prática do investimento responsável.

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

<sup>2</sup> Mais informações em [www.unpri.org](http://www.unpri.org)

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

A Itaú Asset Management foi a primeira grande gestora de investimentos do Brasil a aderir ao PRI, em 2008. Desde então, trabalha para a disseminação dos princípios em nosso mercado. No mundo todo, o PRI tem mais de 1200 organizações signatárias (outubro 2013), totalizando mais de 35 trilhões de dólares em ativos sob gestão (AuM). No Brasil, 63 organizações são signatárias, incluindo 29 gestores de recursos.

Uma pesquisa da *Global Sustainable Investment Alliance* apurou que em 2012 pelo menos 13,6 trilhões de dólares sob gestão profissional no mundo<sup>3</sup> seguiam a filosofia de investimento responsável<sup>4</sup>, representando cerca de 22% dos ativos sob gestão profissional nas regiões pesquisadas. A trajetória é de crescimento em todos os mercados.

A experiência da Itaú Asset com investimento responsável é anterior à existência do PRI. Lançado em 2004, o Fundo Itaú Excelência Social Ações Fundo de Investimento<sup>5</sup> (FIES) marca sua caminhada no desafio de integrar questões ESG à construção de portfólios.

No início de sua história, o FIES aplicava apenas a estratégia de exclusão de determinados setores/empresas (*negative screening*) de

sua carteira. Ao longo do tempo sua estratégia de investimento evoluiu e serve como uma incubadora para o modelo de integração ESG desenvolvido pela Itaú Asset. Desde 2010, o FIES mantém a exclusão de determinados setores/empresas, aplicando também o método de integração ESG para os demais ativos elegíveis para investimento. A partir de 2011, o método de integração ESG passou a ser aplicado para os fundos de renda variável com gestão ativa da Itaú Asset.

### **ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial BM&FBOVESPA**

O ISE, criado em 2005, agrupa empresas listadas na Bolsa com bom nível de gestão das questões ESG. O lançamento do ISE foi um marco na história do investimento responsável no Brasil. A partir daquele momento o número de fundos com critérios ESG no país aumentou consideravelmente. Porém, o patrimônio líquido desses fundos, atualmente com pouco mais de 2 bilhões de reais<sup>6</sup>, ainda é pouco expressivo se comparado com a indústria internacional. A maior parte desses fundos utiliza estratégias passivas ou ativas em cima da carteira teórica do ISE.

Após um período de maturidade do ISE, cresce agora o interesse

<sup>3</sup> EUA, Canadá, Europa, África, Ásia, Japão, Austrália

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

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

<sup>6</sup> ANBIMA, categoria Renda Variável - Sustentabilidade e Governança, Abril 2013

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

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

## 2. O Alfa ESG

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

Uma análise de estudos empíricos conduzida pela Mercer<sup>7</sup> em 2007 e 2009 indica a hipótese do alfa ESG em nível internacional: esta foi a conclusão de 20 dos 36 estudos avaliados. Enquanto 13 estudos sugerem correlação neutra entre ESG e desempenho financeiro, apenas 3 estudos encontraram alfa negativo. Destes últimos, todos os portfólios analisados utilizavam a abordagem dos filtros negativos (*negative screening*). Em conclusão, os estudos indicam que abordagens mais sofisticadas como *Best in Class* e Integração ESG entregam no mínimo desempenho neutro (13 estudos) e na maioria das vezes alfa positivo (20 estudos).

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

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

No entanto, capturar o alfa ESG nem sempre é fácil, visto que as abordagens mais sofisticadas demandam *expertise*: a performance de gestores com mais *expertise* ESG claramente supera a de gestores com menos *expertise* no tema, mas que oferecem carteiras/fundos concorrentes (Gil-Bazo et al., 2008). Esse ponto corrobora a importância dos investidores buscarem informações sobre qual estratégia ESG está sendo utilizada pelo gestor de seus recursos.

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

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

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

<sup>7</sup>Demystifying Responsible Investment Performance (2007) e Shedding Light on Responsible Investment (2009)

## Figura 1: Fundos de Ação Sustentabilidade x IBOV

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

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

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

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

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

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

### 3. Método de Integração ESG da Itaú Asset Management

Como gestores dos recursos de nossos clientes temos a responsabilidade de buscar um completo

entendimento das oportunidades e riscos envolvidos em nossas decisões de investimento.

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

O método desenvolvido pela Itaú Asset de integração ESG na avaliação de empresas consiste na inserção dessas variáveis nos modelos tradicionais de *valuation*, através da análise de seu impacto no fluxo de caixa e custo de capital da empresa analisada. O objetivo é ajustar a definição de preço alvo para os papéis listados em bolsa e identificar antecipadamente os eventos que podem criar ou destruir valor. Esta abordagem permite flexibilidade para os gestores, que utilizam as análises de acordo com suas estratégias e mandatos específicos.

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

**Figura 2: Método Itaú Asset Management de integração das questões ESG na avaliação de empresas**  
Três fases: pesquisa ESG, quantificação e valuation



### 3.1. 1ª fase – Pesquisa ESG

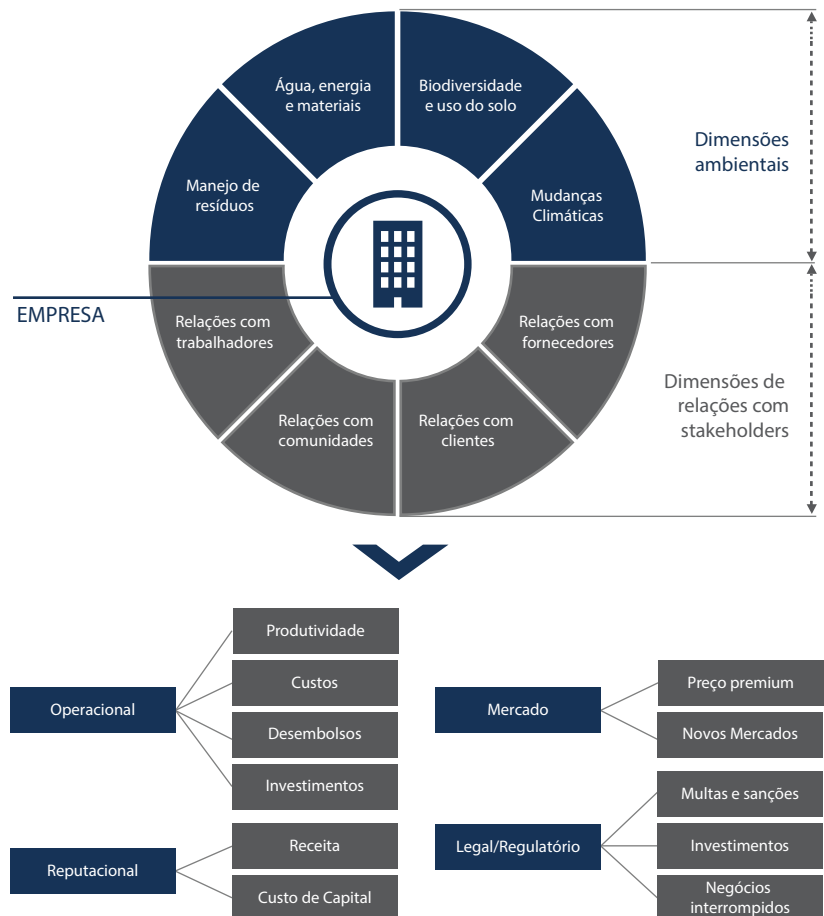
Nesta primeira fase, é realizada uma busca por informações ESG relevantes para o *valuation* das empresas do setor a ser analisado. São três tipos diferentes de informações:

#### Passo A: Dimensões multissetoriais

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

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

**Figura 3 : Dimensões Multissetoriais**  
Riscos e oportunidades associados



### Figura 4: Dimensões Multissetoriais

Exemplo de materialidade em três setores diferentes

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

Fonte: análise Itaú Asset Management

### Passo B: Value drivers específicos do setor

Nessa etapa, os analistas adaptam as dimensões multissetoriais para a realidade de cada setor, identificam riscos e oportunidades, derivam métricas e projetam impactos segundo diferentes horizontes temporais (Figura 5).

### Figura 5: Dimensão Mudanças Climáticas

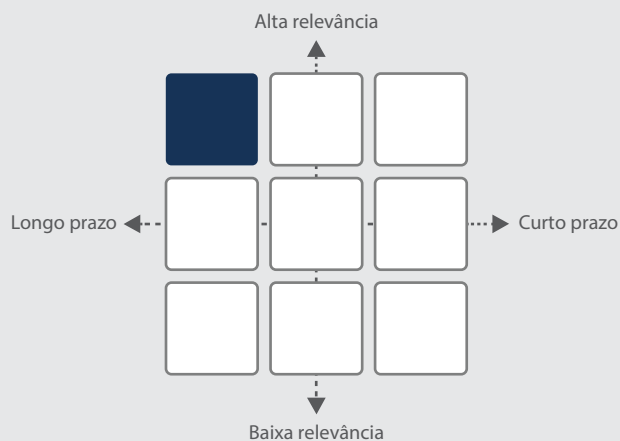
Exemplo de definição da relevância e prazo, qualificação dos riscos, oportunidades e métricas para o setor de siderurgia

A siderurgia é uma atividade intensiva em emissão de gases de efeito estufa. Disso, são originados dois diferentes tipos de risco:

- Operacional, associado às perdas materiais ocasionadas pela intensificação de fenômenos climáticos extremos;
- Regulatório, que diz respeito à legislação futura sobre o tema.
- Além disso, existe uma oportunidade: obtenção de receita da venda de créditos de carbono.

No momento, as atenções estão voltadas, no Brasil, ao andamento das negociações dos planos setoriais de adaptação e mitigação que estão sendo desenvolvidos.

No longo prazo, existe uma tendência de endurecimento na política, que se traduz por uma precificação do carbono emitido pelas empresas.



Tipo de Risco / Oportunidade	Métricas
Legal/Regulatório	Precificação potencial da emissão de CO2
Operacional	Exposição de ativos a riscos físicos
	Mudança na produtividade (adaptação)
Mercado	Receita com crédito de carbono

### Passo C: Desempenho da empresa

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

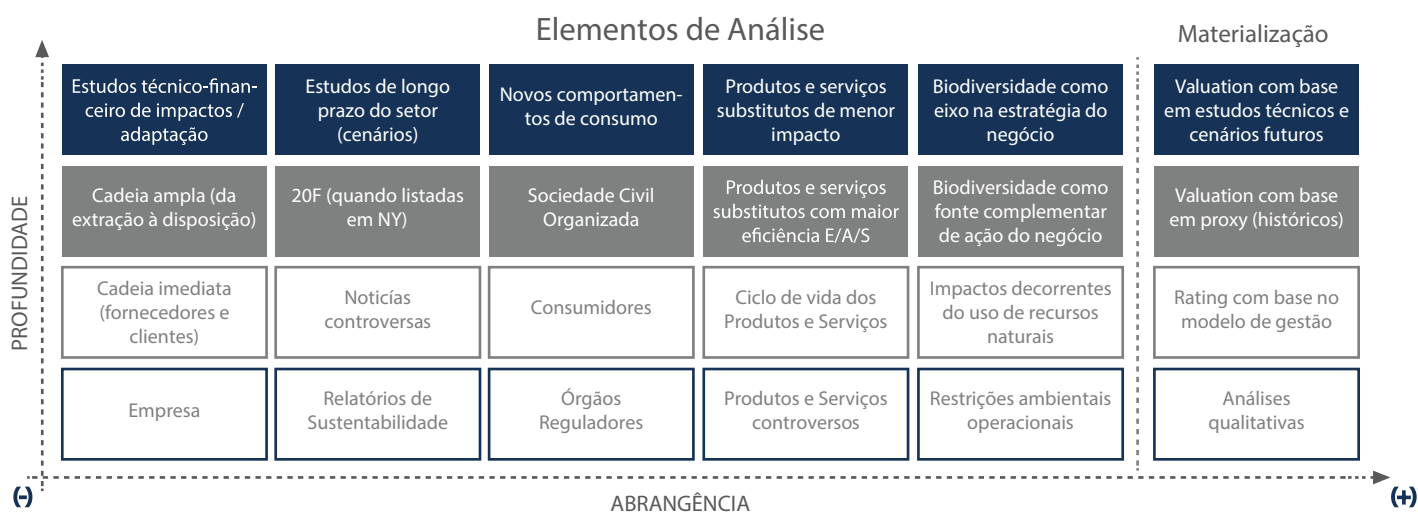
Para a obtenção de informações por empresa, os analistas realizam uma varredura em estudos setoriais

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

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

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

Elementos de análise, alguns exemplos



### 3.2. 2ª fase - Quantificação

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

- Determinação de indicadores ou métricas mais adequados para quantificar os impactos sociais e ambientais;
- Separação entre eventos recorrentes ou episódicos, separando os que já são precificados na análise tradicional;
- Identificação das linhas do fluxo de caixa mais adequadas para refletir os impactos;
- Estimativa de probabilidades de concretização dos impactos, classificadas em “alta” (> 75%), “média” (50% a 75%) e “baixa” (< 50%), a serem utilizadas para simulações de desempenho no cálculo do Valor Presente Líquido (VPL);
- Aferição do horizonte temporal estimado para o impacto, classificado em “longo prazo” (> 5 anos), “médio prazo” (1 a 5 anos) e “curto prazo” (< 1 ano).



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

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

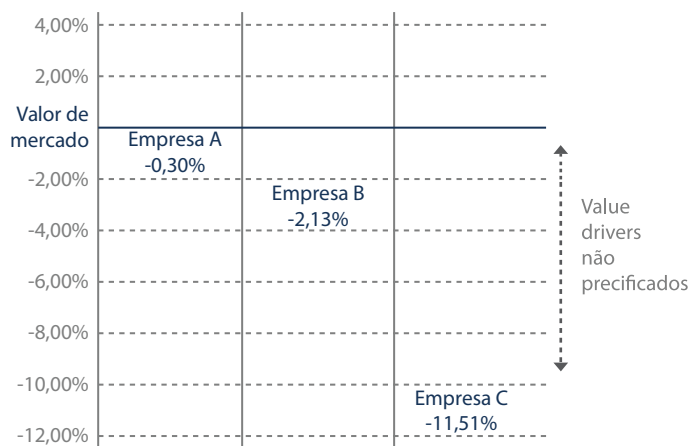
Após realizar o processo de quantificação e as devidas calibrações, o analista tem em mãos as variáveis necessárias para a inclusão das questões ESG no fluxo de caixa projetado e custo de capital, bem como a realização de testes de estresse e sensibilidade.

### 3.3. 3ª fase - Valuation

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

### Figura 7 : Exemplo de Valuation

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



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

## 4. Aprendizados e Conclusões

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

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

Aprendemos que esses riscos não se materializam apenas de forma abrupta, por meio de eventos extremos, como por exemplo, a inclusão da empresa na lista suja do trabalho escravo, o que a impede de contratar novos financiamentos. O acúmulo de

diferenças de desempenho mais sutis, de maneira gradual, pode passar despercebido pelo mercado. Monitorar indicadores de práticas trabalhistas ajuda não somente a medir a probabilidade de eventos extremos, mas também antecipa mudanças nos níveis de produtividade da força de trabalho, ocorrência de greves e criação de passivos que afetam paulatinamente as margens.

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

Por fim, é importante salientar que *valuation* não é uma ciência exata, e a inserção de questões não financeiras, requer habilidades adicionais e aprendizado constante. Revisar e aperfeiçoar continuamente este método

nos permitirá apresentar resultados aderentes às expectativas de nossos clientes aliados a nossa filosofia de investimento.

## 5. Itaú Asset Management

A **Itaú Asset Management** é a área do Itaú especializada em gestão de recursos de clientes. Somos **a maior gestora privada de fundos da América Latina**<sup>8</sup>, com mais de R\$ 358 bilhões<sup>9</sup> de recursos de clientes sob gestão<sup>8</sup>. Contamos com aproximadamente 300 profissionais, com talentos individuais focados em entregar desempenho diferenciado e consistente em todas as estratégias de investimento que possuímos.

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

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

<sup>9</sup> Fonte Ranking ANBIMA julho de 2013

## Referências

### Artigos academicos

ADLER, T.; KRITZMAN, M. The cost of socially responsible investing. *Journal of Portfolio Management*, v.35, n.1, 2008.

AMAMESHI, K. Different Markets for Different Folks: Exploring the Challenges of Mainstreaming Responsible Investment Practices. *Journal of Business Ethics*, v.92, p. 41-56, 2010.

BELLO, Z. Socially responsible investing and portfolio diversification, *The Journal of Financial research*, v. XXVIII, n. 1, p. 41-57, 2005.

BEURDEN P.; GOSSLING, T. The Worth of values – a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, v. 82, p 407-424, 2008.

CAMPOS, F. M.; LEMME, C. F., Investimento socialmente responsável no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações brasileiros que consideram questões ambientais e sociais, *Revista Eletrônica de Administração - UFRGS*, v.15, n.2, maio-agosto 2009.

CARDOSO, L. G. D. S.; LEMME, C. F. Em busca das justificativas empresariais para as iniciativas ambientais das empresas brasileiras líderes na publicação de relatórios de sustentabilidade. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 5, n. 2, p. 63-78, mai./ago. 2011.

CAVALCANTE L. R. M. T.; BRUNI A. L.; COSTA, F. J. M. Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na bolsa de valores de São Paulo. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v.3, n.1, p.70-86, abr. 2009.

DELAI, I.; TAKAHASHI, S. Uma proposta de modelo de referência para mensuração da sustentabilidade corporativa. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 2, n. 1, p. 19-40, jan./abr. 2008.

DERWALL, J.; GUENSTER, N.; BAUER, R.; KOEDIJK, K. The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, v.61, n.2, 2005.

EPSTEIN, M. J.; ROY, M. J. Making the business case for sustainability: linking social and environmental actions to financial performance. *Journal of Corporate Citizenship*, v. 9, p. 79-96, 2003.

EPSTEIN, M. J.; ROY, M. J. Sustainability in action: identifying and measuring the key performance drivers. *Long Range Planning*, v. 34, p. 585-604, 2001.

GALEMA, R.; PLANTINGA, A.; SCHOLTENS, B. The stocks at stake: return and risk in socially responsible investment, *Journal of Banking & Finance*, n. 32, p. 2646–2654, 2008.

GIL-BAZO, J.; RUIZ-VERDÚ, P.; SANTOS, A. The performance of socially responsible mutual funds: the role of fees and management companies, *Journal of Business Ethics*, n. 94, p. 243–263, 2009.

HORVÁTHOVÁ, E. Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics*, v.70, n.1, p. 52-59, 2009.

HUMPHREY, J.E; LEE, D. D.; SHEN, YAOKAN. Does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance*, v. 18, p. 626-639, 2012.

NILSSON, J. Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility. *International Journal of Bank Marketing*, v.27, No 1, p. 5-31, 2009.

RENNEBOOG, L.; HORST, J. T.; ZHANG, C. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, v.32, n.9, p. 1723-1742, 2008.

SALEH, M.; ZULKIFLI, N.; MUHAMAD, R. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility disclosure and financial performance in an emerging market. *International Business Research*, v. 2, n. 1, p. 1- 21, jan. 2009.

SALZMANN, O.; IONESCU-SOMERS, A.; STEGER, U. The business case for corporate sustainability: literature review and research options. *European management journal*, v. 23, n. 1, p. 27-36, 2005.

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

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

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

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

## Relatórios técnicos

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

EUROSIF. European SRI Study, 2012.

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

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

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

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

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

MERCER. Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts, 2009.

SALTZMAN, O.; STEGER U.; IONESCU-SOMERS A. Quantifying economic effects of corporate sustainability initiatives – Activities and drivers. In: FORUM FOR CORPORATE SUSTAINABILITY MANAGEMENT. Lausanne: International Institute for Management Development, 2005.

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

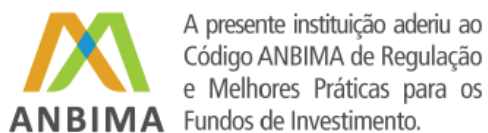
UNEP FINANCE INITIATIVE & MERCER. Demystifying responsible investment performance: a review of key academic and broker research on ESG factors, A joint report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer, 2007.

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

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

YACHNIN & ASSOCIATES; SUSTAINABLE INVESTMENT GROUP; CORPORATE KNIGHTS. The sdEffect: translating sustainable development into financial valuation measures: a pilot analytical framework. Canada: Yachnin & Associates, 2006.

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



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



## **Contatos**

### **Itaú Brasil Asset Management**

+55 11 5029 8216

### **Itaú Middle East Ltd.**

+971 4 440 8355

### **Itaú UK Asset Management**

+ 44 207 663 7837

### **Itaú USA Asset Management**

+ 1 212 710 6778

### **Itaú Chile Administradora General de Fondos S. A**

+ 56 2 2686 0635

### **Itaú Japan Asset Management**

+ 81 3 3539 3847

### **Itaú Asia Securities Ltd.**

+ 852 3657 2368