

Nenhuma Empresa
é uma Ilha: usando os ODS
para ligar a moderna gestão
de portfólio ao futuro

As empresas não operam isoladamente. Elas fazem parte de um sistema maior interconectado, formado de variáveis que interagem de formas imprevisíveis. Entretanto, os modelos tradicionais usados no desenvolvimento de portfólios não levam suficientemente em conta a interação e o impacto das empresas sobre outras empresas, atores e variáveis do sistema.

Esses impactos podem ter consequências graves e prolongadas tanto para o ecossistema de negócios quanto para a sociedade. Quando analisadas no longo prazo, hoje muitas empresas não sustentáveis são supervalorizadas e muitas empresas sustentáveis são subvalorizadas.

Os ODS propiciam uma estrutura útil para ajudar empresas e gestores de investimentos a adotar uma abordagem de pensamento sistêmico que considere o impacto de decisões sobre recursos futuros. O desempenho de uma empresa avaliado holisticamente protege os retornos do portfólio ao equilibrar melhor os ativos de curto prazo com os passivos de longo prazo dos investidores universais (*universal asset owners*).



Michael van der Meer
CFA, Analista Sênior de SI,
Mercados Emergentes,
RobecoSAM

As Empresas chegam à maturidade


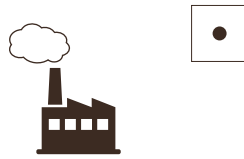




Neste estudo, continuamos com um tópico destacado no anuário RobecoSAM do ano passado sobre a importância de se incorporar a responsabilidade social na estratégia de negócios de uma empresa. Inicialmente, as empresas adotavam uma visão do mundo centrada nela mesma, na qual sua existência girava apenas em torno de maximizar lucros; e o bom comportamento era apenas para evitar

multas do governo. Mais tarde, quando as empresas reconheceram seus papéis como agentes dentro de um ecossistema econômico mais amplo, elas começaram a aceitar e a adotar princípios básicos de responsabilidade corporativa (ver Figura 1).

Ainda assim, a responsabilidade corporativa era associada à filantropia corporativa. As empresas estão começando a reconhecer os méritos de uma abordagem totalmente integrada à sustentabilidade – uma abordagem que incorpora a responsabilidade corporativa e a tomada de decisões estratégicas – como um imperativo para garantir o sucesso em longo prazo¹.

As ineficiências percebidas em curto prazo (ex.: pagar acima do salário mínimo) aumentam a durabilidade dos portfólios no longo prazo e, portanto, devem ser integradas aos investimentos.

Figura 1: Estágios do desenvolvimento moral

O indivíduo na sociedade		A empresa na sociedade
	Moralidade pré-convencional: na qual interesse próprio predomina e “ser bom” significa evitar a punição.	
	Moralidade convencional: as crianças passam a entender as regras e a autoridade como parte de uma estrutura mais ampla de normas sociais.	
	Moralidade pós-convencional: capaz de definir um código de conduta pessoal que integre a autonomia pessoal em meio a uma ordem social mais ampla	

Há um paralelo entre o papel de uma empresa na sociedade e o amadurecimento de uma criança; que vai de indivíduos interessados em si próprios, motivados por interesses próprios restritos, até aqueles entre atores com um papel num ecossistema complexo e interdependente.

Fonte: Kohlberg (1958); RobecoSAM (2017)

¹Capitalism coming of age: using the SDGs to bridge business strategy and social responsibility, Hengerer (2017) <https://yearbook.robecosam.com/articles/capitalism-coming-of-age-using-the-sdgs-to-bridgebusiness-strategy-and-socialresponsibility/>

Aprofundamos aqui nosso ponto de vista argumentando que, para atender às suas necessidades de retorno no longo prazo, investidores também precisam conhecer as interdependências do ambiente em que as empresas operam. Nesse sentido, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU são uma estrutura útil para ajudar a avaliar se as empresas estão

produzindo produtos e serviços que têm valor em longo prazo para a sociedade. Somente essas empresas terão o potencial de se adaptar e prosperar em longo prazo, tornando-as escolhas de investimentos sustentáveis.

Também argumentamos que ineficiências percebidas em curto prazo (ex.: pagar acima do salário mínimo, o que contribui para vários ODS, incluindo erradicação da pobreza, trabalho decente, bem como saúde e bem-estar) aumentam a durabilidade dos portfólios em longo prazo e devem, assim, ser integradas aos investimentos.

Para atender às suas necessidades de retorno no longo prazo, investidores também precisam conhecer as interdependências do ambiente em que as empresas operam.

Reduccionismo vs. complexidade

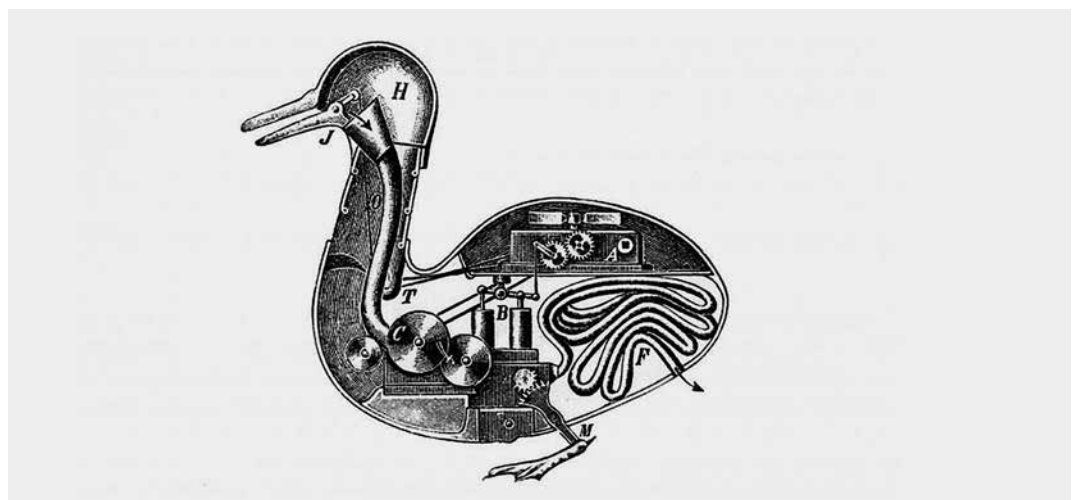
Críticas justas têm sido feitas sobre os ODS por serem amplos e complexos demais para efetivamente estabelecer prioridades, especialmente para os governos². No entanto, a evolução dos ODS a partir dos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio (ODM), oferece uma cobertura mais abrangente dos desafios do mundo e suas interdependências.

A partir dessa perspectiva, os ODS são uma estrutura útil de investimento para a construção de portfólio de longo prazo, uma vez que eles nos levam para além da tradicional visão “reducionista” do mundo que prevalece na área de finanças. Essa visão reducionista do mundo é baseada num determinismo exemplificado pela física newtoniana, na qual todas

as coisas podem ser conhecidas, desde que haja informações suficientes³. Os problemas crescem em escala linear - como, por exemplo, a adição de grãos de areia num balde, e a massa total de um balde de areia é simplesmente a somatória da massa individual dos grãos.

É um processo simples - aditivo, linear e totalmente previsível⁴. Uma analogia deste conceito pode ser vista na Figura 2, na qual, se fosse verdade, a natureza de um pato (suas ações e comportamento) fica reduzida à somatória de suas partes (uma mangueira e uma série de engrenagens mecânicas) e, portanto, deve ser completamente explicável e previsível. Entretanto, a realidade nos mostra o contrário.

Figura 2: Modelo reducionista de um pato



² “The 169 Commandments”, The Economist, (26 de março de 2015)

³ Veja também o racionalismo cartesiano e o demônio de Laplace, o conceito no qual se alguém (o Demônio) conhece a localização exata e o momento de cada átomo no universo, seus valores passados e futuros para qualquer dado momento são conhecidos; eles podem ser calculados a partir das leis da mecânica clássica.

⁴ Exemplo tirado de uma apresentação do Dr. Uttam Kumar Sarkar “Financial Markets and Complex Systems” (data desconhecida)

A natureza e as ações de um pato reduzidas à somatória de suas partes - uma mangueira e uma série de engrenagens. Até recentemente, os modelos predominantes em geral descreviam o mundo de maneira linear e mecanicista. Teorias modernas, baseadas em evidências crescentes de vida, ciências ambientais e econômicas, adicionaram não linearidade e complexidade a essa visão simplista do mundo.

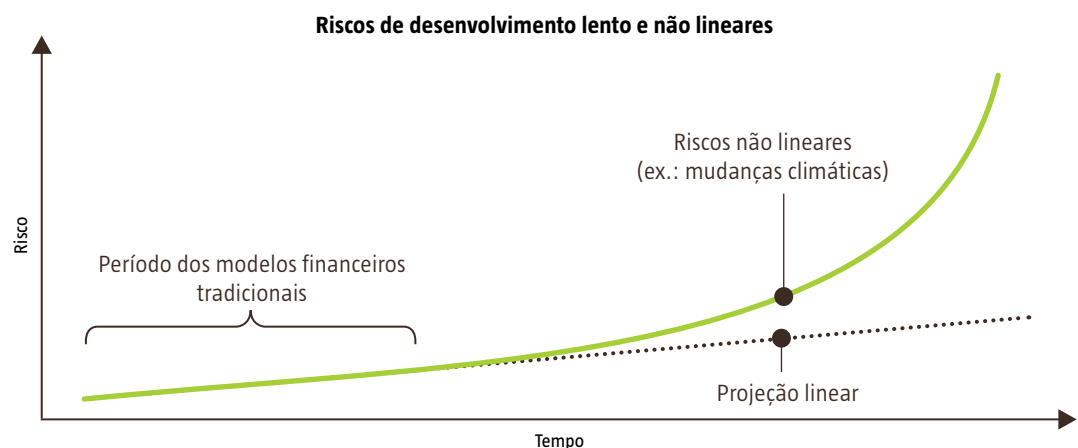
Fonte: Descartes (1662)

Na teoria convencional das finanças, assume-se que os investimentos são independentes e não correlacionados. Esse pensamento é exemplificado em análises específicas de empresas, tais como modelos de fluxo de caixa descontados aplicados isoladamente.

Embora simples de implantar, esses modelos consideram horizontes de curto prazo (3-5 anos), o que significa que eventos não lineares que se materializam no longo prazo são normalmente deixados de fora (ver Figura 3)⁵.

Na teoria convencional das finanças, assume-se que os investimentos são independentes e não correlacionados.

Figura 3: Divergência entre Teoria e Realidade



Os tradicionais modelos de fluxo de caixa descontados tendem a fazer uma projeção linear dos riscos. Porém, a realidade está longe da teoria. Riscos podem aumentar exponencialmente e de forma imprevisível em prazos muito curtos.

Fonte: 2degrees Investing Initiative (2ºii) & The Generation Foundation (2017)

⁵ 2ºii & The Generation Foundation (2017) "All Swans are Black in the Dark"

⁶ Markowitz (1952)

⁷ Na física, a adoção do Princípio da Incerteza de Einstein e Heisenberg foi um dos primeiros passos para além do determinismo; nas ciências biológicas, essa mudança foi da ciência molecular para uma ciência mais fundamental (C. Woese, 2004)

⁸ Polyani (1968); North (1990)

⁹ Taleb (2007) descreve isso como uma mudança para longe do que ele chama de "Mediocristão" rumo ao "Extremistão", no qual a curva de Gauss é um modelo reducionista aplicado de forma indevida a um sistema complexo. Nos investimentos, essa tendência fica evidente a partir da contribuição crescente de fatores intangíveis para o desempenho da empresa. (Haskel & Westlake, 2017).

A teoria moderna do portfólio (MPT, na sigla em inglês)⁶ avançou ao entender que diferentes ativos se comportam e interagem de formas diferentes. Esse reconhecimento de interdependências básicas é o que hoje consideramos como a teoria convencional das finanças. Outras abordagens que ampliam essa análise incluem a análise do risco-país ou de outros fatores exógenos que influenciam as taxas de retorno esperadas.

Entretanto, as interdependências sistêmicas e os riscos não lineares ainda precisam ser integrados à análise fundamental. Em ciências, a mudança para uma abordagem de pensamento sistêmico já ocorreu na primeira metade do século XX⁷. Economia também adotou uma abordagem de pensamento sistêmico, conforme demonstrado na ideia de que toda atividade econômica

está "inserida" nas restrições institucionais formais e informais⁸. Nesse sentido⁹, é contraproducente desassociar a atividade econômica de outros objetivos sociais.

Essa integração das atividades de negócio num sistema econômico e social mais amplo, só recentemente foi reconhecida no mundo dos investimentos, não apenas pelos fatores econômicos considerados na MPT, mas também pelos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG, na sigla em inglês - *Environmental, Social & Governance*). Essa abordagem, normalmente chamada *sustainability investment* (investimento em sustentabilidade), reconhece que fatores sistêmicos interagem de formas inesperadas com os investimentos, produzindo cada vez mais resultados com distribuição estatística do tipo "cauda gorda" ("fat tail").⁹

É contraproducente desassociar a atividade econômica de outros objetivos sociais.

Investidores Universais (*Universal Owners*) - fundamentais para o alinhamento entre investidores e os objetivos da sociedade

“Investidores Universais” são investidores institucionais com carteiras de longo prazo altamente diversificadas e representativas dos mercados de capitais globais - como fundos de pensão¹⁰, por exemplo. Sabe-se que Investidores Universais têm um interesse desproporcional em garantir a sustentabilidade de seus portfólios, pois eles precisam alcançar retorno não apenas hoje, mas sempre. Por exemplo, nos EUA investidores com esses passivos de longo prazo (acima de 10 anos) detêm quase a metade dos mercados domésticos de títulos¹¹.

Espera-se apenas que os Investidores Universais estejam alinhados aos objetivos da sociedade quando suas obrigações fiduciárias mais amplas, o que incluem fatores de ESG, estejam totalmente integrados às suas estruturas de governança.

Em última análise, como beneficiários diretos e indiretos (ou talvez os derradeiros detentores de passivos) das decisões dos Investidores Universais, toda a sociedade tem interesse na capacidade deles de obter retornos sustentáveis para o capital investido. Em outras palavras, os Investidores Universais estão inseridos em metas sociais mais amplas e devem evoluir juntamente com os objetivos sociais.

Usar regulamentos para forçar os Investidores Universais a alinhar políticas de investimento com o interesse da sociedade é excessivamente prescritivo e não permite que um conjunto adequado e diversificado de soluções seja implantado. Espera-se apenas que os Investidores Universais estejam alinhados aos objetivos da sociedade quando suas obrigações fiduciárias mais amplas, o que incluem fatores de ESG, estejam totalmente integrados às suas estruturas de governança¹².

¹⁰ “Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors” (UN PRI 2011)

¹¹ “The Long and Winding Road” (Mercer, 2degrees investing initiative (2°ii) & The Generation Foundation, 2017)

¹² Os reguladores estão reconhecendo isso como mostra o Relatório Final de 2018 pelo High-Level Expert Group on Sustainable Finance (Grupo de Especialistas de Alto Nível sobre Finanças Sustentáveis), que afirma que as obrigações fiduciárias dos investidores institucionais e gestores de ativos devem explicitamente incluir a integração de fatores materiais de ESG e sustentabilidade de longo prazo.

¹³ Em economia, um *free rider* é alguém que se beneficia de um bem ou serviço sem pagar (ou arcar com o custo) por eles.

¹⁴ É por razões como essa que a Robeco e a RobecoSAM recentemente tomaram a decisão de excluir integralmente, a indústria do tabaco de seus fundos mútuos.

O Dilema dos Investidores Universais

Um fator complicador é o problema do parasitismo (“*free-rider problem*”)¹³, no qual determinados gestores podem obter vantagens em curto prazo, tomando empréstimos contra desempenho futuro de longo prazo. O problema do “*free-rider*” é tipificado quando um gestor de fundos supera o índice, investindo em ações de indústrias de tabaco. Neste caso, o desempenho financeiro de curto prazo vem à custa da saúde e bem-estar futuros (independentemente das despesas médicas) de seus cidadãos¹⁴.

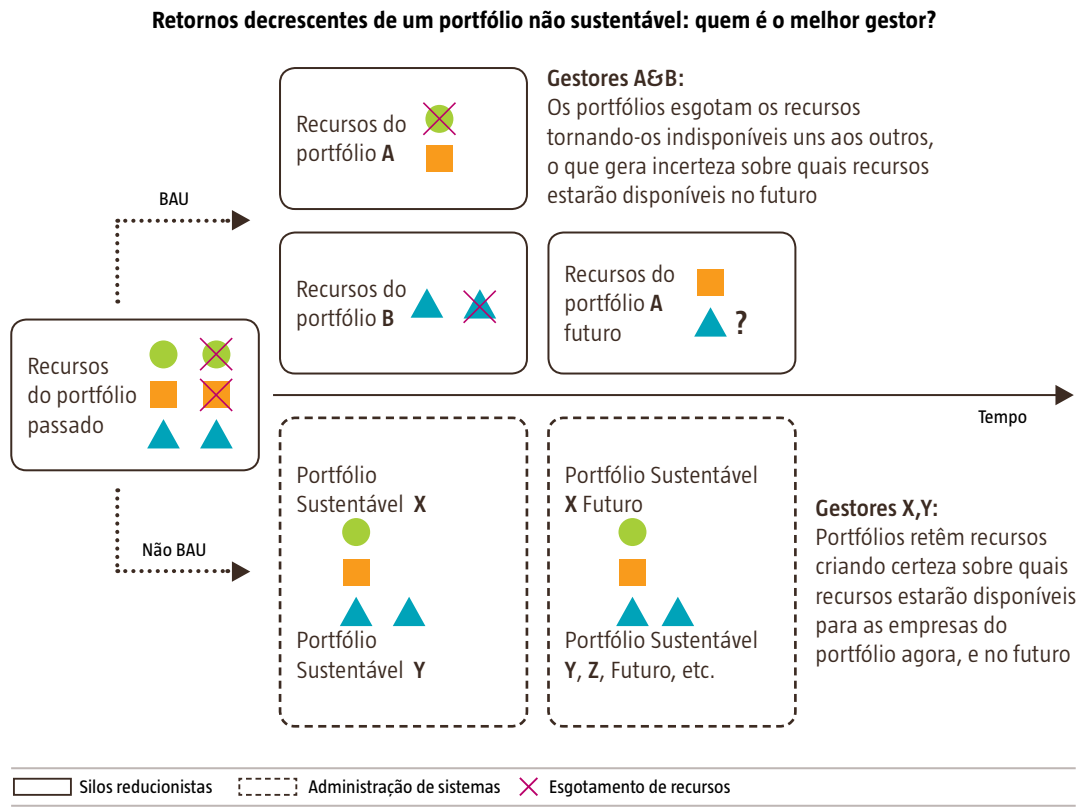
Esse risco moral¹⁵ explica por que os portfólios de investimentos em geral, ainda tomam emprestado contra o futuro para superar o desempenho no presente. Esses portfólios têm um Valor Presente Líquido (VPL) negativo se alongado em perpetuidade ($VPL_{\infty} < 0$). O erro é que, segundo a MPT, todos os

riscos não mercado foram presumidamente eliminados pela diversificação.

Todavia, considerar todos os riscos sistêmicos (e não apenas beta de mercado) reconhecera que o portfólio pode não ter atendido às necessidades de recursos de outros portfólios atuais ou futuros (possivelmente até pertencentes a esse mesmo Investidor Universal!). Um exemplo disso é quando uma empresa paga menos do que um salário digno, o que pode até ser uma boa decisão financeira isoladamente, mas que tira o poder de compra dos trabalhadores sobre os quais outras empresas dos portfólios atuais ou futuros podem depender¹⁶. Para efeito de um debate sobre como os investimentos em capital humano / social podem impactar positivamente os lucros das empresas, veja o artigo “Salários Justos - a chave para a gestão eficaz do capital social” nesta edição do Anuário.

Carteiras de investimentos em geral, ainda tomam contra o futuro para superar o desempenho no presente.

Figura 4: Administrar tanto retornos quanto recursos



¹⁵ Em economia, o risco moral ocorre quando alguém aumenta um comportamento de risco porque está protegido contra os custos das consequências (ex.: através de esquemas de seguro).

¹⁶ Para a pergunta "Por que você paga tão bem os seus funcionários?" A famosa resposta de Henry Ford foi: "Bem, se eu não os pagar bem, eles não poderão comprar um carro."

¹⁷ Hawley e Lukomnik fazem eco a essa abordagem, pedindo mudança de uma abordagem limitada tipo "alpha-only" para adotar questões que abrangem todo o sistema, se afastando de paradigmas com foco específico na empresa (e às vezes, específico do setor) que dominaram o ativismo de governança nos últimos 25 anos; "A gestão de ativos deve avançar da moderna teoria de portfólio para a moderna teoria de sistemas como seu paradigma dominante." "The Third, System Stage of Corporate Governance: Why Institutional Investors Need to Move Beyond Modern Portfolio Theory" (Hawley & Lukomnik, 2018)

Por esse motivo, é do interesse dos Investidores Universais alinhar incentivos de gestores a uma gama mais ampla de métricas, para que um gestor com desempenho financeiro superior, mas com desempenho inferior em outras métricas de

sustentabilidade seja reconhecido como não tendo criado valor líquido em longo prazo. (Ver Figura 4)¹⁷. A Figura 5 abaixo resume algumas das diferenças nas características entre um portfólio tradicional e um sustentável.

Figura 5: O ágil camundongo e o colossal dinossauro



Assim, no longo prazo, quando portfólios sustentáveis não são adotados, os Investidores Universais podem deixar de atender seus passivos de longo prazo (ou seja, da sociedade). Não considerar os

riscos e oportunidades em longo prazo implica na precificação errada de ativos hoje, com alocação de capital abaixo do ideal. Isso leva a um subinvestimento em projetos que beneficiam a sociedade no longo prazo ou podem induzir a formação de bolhas que, quando estouram, quase sempre resultam em enormes custos à sociedade¹⁸.

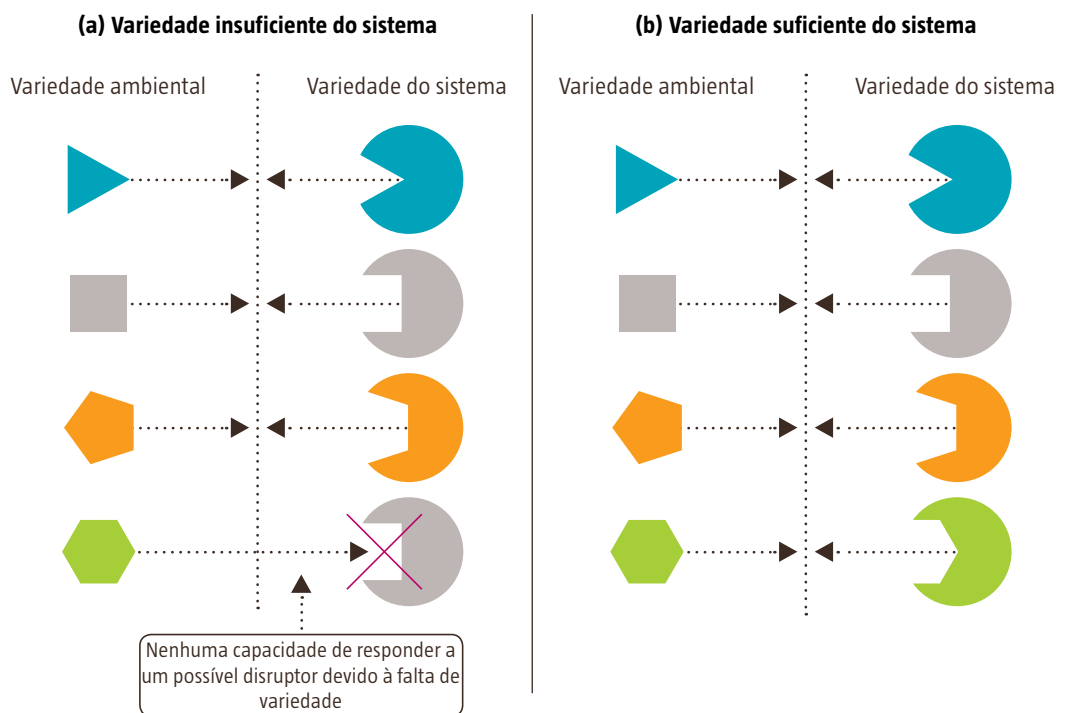
Não considerar os riscos e oportunidades em longo prazo implica na precificação errada de ativos hoje, com alocação de capital abaixo do ideal.

Devemos nos adaptar, para permanecer os mesmos... e no jogo

Então, como fazemos para alcançar esses objetivos? Para começar, é preciso integrar a diversidade e a solidez para proteger nossos portfólios futuros. Segundo a lei de Ashby¹⁹, um sistema precisa

corresponder à sua complexidade ambiental para poder sobreviver. Conforme ilustrado na Figura 6, um sistema que não contém diversidade suficiente para responder a diversos desafios ambientais falhará.

Figura 6: Diversidade e Solidez do Sistema



¹⁸ Ver também — 2degreesinvesting initiative (2°ii) & The Generation Foundation (2017), "All Swans are Black in the Dark"

¹⁹ Primeira Lei da Cibernética, disciplina que estuda o controle e a comunicação em animais e máquinas.

Segundo a lei de Ashby, um sistema precisa corresponder à sua complexidade ambiental para poder sobreviver. Apenas um sistema diversificado com variedade suficiente pode sobreviver aos desafios complexos encontrados em seu ambiente.

Fonte: Norman and Bar-Yam 2016

O desafio é que, pelo menos superficialmente, essa diversidade pode parecer redundante quando os desafios (ainda) não estão visíveis. A solidez é, portanto, melhorada ao inserir uma “redundância” para atender a circunstâncias imprevistas num sistema. Essa abordagem é contrária ao tradicional objetivo de eficiência (embora superficial) nas empresas, bem como na MPT de forma mais ampla.

Exemplos de redundâncias aparentes num sistema incluem: o Princípio da Precaução; pagar funcionários acima da taxa de mercado; assegurar a diversidade de gênero; fomento da biodiversidade; implantação de energia renovável e instituições de governança descentralizadas. Em finanças tradicionais, onde os efeitos de segunda ordem são subestimados, esses não são considerados por serem ineficientes.

A diversidade pode parecer redundante quando os desafios (ainda) não estão visíveis. Em finanças tradicionais, onde os efeitos de segunda ordem são subestimados, esses não são considerados por serem ineficientes.

Contudo, como mostra a Tabela 1 abaixo, redundâncias podem ser benéficas para a sustentabilidade de um sistema e, portanto, eficientes do ponto de vista da teoria dos sistemas. Não é a toa que vários desses exemplos podem ser associados aos ODS, que são uma tentativa de melhorar a trajetória sustentável do desenvolvimento global.

Tabela 1: As aparências enganam

"Redundância"	Vantagens para sistemas (e portfólio)	ODS
Princípio da Precaução	Não crie exposição desnecessária a consequências inesperadas que prejudiquem ou possam até mesmo destruir o sistema. Não transfira as consequências desse risco para outros ¹ .	12. Consumo e Produção Responsáveis
Salários Justos e Dignos Remunerando funcionários acima do mercado	As pessoas dentro do sistema são mais resistentes a choques em suas vidas e em suas comunidades. Elas também estão mais bem posicionadas para reforçar o sistema de forma distribuída (através da boa saúde, poupança, investimento ou consumo local), o que não exige intervenção governamental (na forma de sistema de saúde socializado). Isso também ajuda a evitar a desigualdade, que é uma fonte sistêmica de estresse social ² .	3. Saúde e Bem-Estar 8. Trabalho Decente e Crescimento Econômico 10. Redução das Desigualdades
Diversidade de Gênero	Isso pode ter um custo no curto prazo (ex.: cobertura de maternidade/paternidade); no entanto, com a diversidade, as instituições (incluindo as empresas) ficam mais bem posicionadas para responder às oportunidades e desafios apresentados por um ambiente igualmente diversificado.	5. Igualdade de Gênero
Garantir a biodiversidade	Evitar a escassez em outros lugares (transferência de fragilidade) ou falhas por todo o sistema devido a interdependências inesperadas ³ . (ex.: evitar uma monocultura agrícola torna os habitats menos expostos a riscos sistêmicos).	14. Vida na Água 15. Vida Terrestre
Energia renovável	A redução não linear no custo das energias renováveis levou organizações como a Agência Internacional de Energia (AIE) a subestimar de forma sistêmica o potencial de crescimento das energias renováveis. Embora tecnologias como carvão e nuclear contenham fontes de energia altamente concentradas, elas também criam fragilidades sistêmicas que uma rede de energia distribuída de fontes renováveis ajuda a mitigar.	7. Energia Acessível e Limpa
Política Tributária Cumprindo com o espírito e não com os termos das leis tributárias	Os reguladores estão cada vez mais favorecendo uma abordagem baseada em princípios - em vez de baseada em regras, particularmente onde as brechas são percebidas, como em transações transfronteiriças. Isso gera um cenário em que as empresas devem atender (adaptar-se) as demandas de um sistema mais amplo e não a países/jurisdições individuais.	10. Redução das Desigualdades 16. Paz, justiça e instituições eficazes
Instituições descentralizada	Embora a tomada de decisões em sistemas descentralizados possa parecer menos eficiente, elas se beneficiam de ciclos de feedback mais curtos, que aumentam a responsabilização e dificultam a transferência de fragilidade ³ . Observação: as 169 metas associadas aos ODS constantemente exigem ações localmente adequadas.	16. Paz, justiça e instituições eficazes

¹ Taleb (2012) "Antifragile: Things That Gain From Disorder"

² Schiller & Hacker (2011) <https://insights.som.yale.edu/insights/is-economic-inequality-too-big-risk>

³ Chairman Mao's "Four Pests Campaign" is a well know example of unanticipated inter-dependencies leading to systems failure.

Conclusão

Temos argumentado que fatores sistêmicos estão sendo cada vez mais reconhecidos e farão parte do futuro desenvolvimento de portfólios sustentáveis. Embora isoladamente os ODS não cubram a exposição a todos os riscos sistêmicos de sustentabilidade, eles são uma estrutura útil com a qual a construção de um portfólio sustentável pode ser alcançada. Nesse sentido, também é importante ressaltar que os ODS não atribuem uma hierarquia nas metas, valorizando suas complexas interdependências²⁰.

Embora isoladamente os ODS não cubram a exposição a todos os riscos sistêmicos de sustentabilidade, eles são uma estrutura útil com a qual a construção de um portfólio sustentável pode ser alcançada.

Isso significa que há uma oportunidade para gestores de ativos tomarem a iniciativa e alinharem seus portfólios com metas sustentáveis de uma maneira que atenda aos seus clientes.

Gestores de ativos (em nome de seus clientes) podem, dessa forma, ser incentivados a administrar seus portfólios de forma sustentável, sem abandonar interesses econômicos ou sociais em outros locais, presentes ou futuros.

Além do mais, o desempenho de uma empresa avaliado holisticamente protege os retornos do portfólio ao equilibrar melhor os ativos de curto prazo com os passivos de longo prazo dos investidores universais (*universal asset owners*).

Perguntas ou comentários para o autor podem ser enviados para:

Yearbook@robecosam.com

²⁰ Por exemplo, a realização no curto prazo do "Fome Zero" pode conflitar com as metas de longo prazo de biodiversidade em terra e na água.