

LARISSA GOMES DA SILVA CARDOSO

ESTUDO SOBRE O GRAU DE ASSOCIAÇÃO ENTRE AÇÕES AMBIENTAIS E
DESEMPENHO FINANCEIRO NAS INFORMAÇÕES PÚBLICAS DAS EMPRESAS
LÍDERES EM RELATÓRIOS DE SUSTENTABILIDADE NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Administração,
Instituto COPPEAD de Administração,
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como
parte dos requisitos necessários à obtenção do
título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. D. Sc. Celso Funcia Lemme

RIO DE JANEIRO

2010

LARISSA GOMES DA SILVA CARDOSO

ESTUDO SOBRE O GRAU DE ASSOCIAÇÃO ENTRE AÇÕES AMBIENTAIS E
DESEMPENHO FINANCEIRO NAS INFORMAÇÕES PÚBLICAS DAS EMPRESAS
LÍDERES EM RELATÓRIOS DE SUSTENTABILIDADE NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Administração,
Instituto COPPEAD de Administração,
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como
parte dos requisitos necessários à obtenção do
título de Mestre em Administração.

Aprovada em 06 de agosto de 2010:

Prof. Dr. Celso Funcia Lemme, D.Sc. - Orientador
(COPPEAD/UFRJ)

Prof. Valeria Goncalves da Vinha, D. Sc.
(UFRJ)

Prof. Carlos Eduardo Lessa Brandao, D. Sc.
(IBGC)

Cardoso, Larissa Gomes da Silva.

Estudo sobre o grau de associação entre ações ambientais e desempenho financeiro nas informações públicas das empresas líderes em relatórios de sustentabilidade no Brasil / Larissa Gomes da Silva Cardoso – Rio de Janeiro, 2010.

68 f.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2010.

Orientador: Celso Funcia Lemme

1. Sustentabilidade Corporativa 2. Iniciativas Ambientais. 3. Desempenho Financeiro 4. Relatórios de Sustentabilidade Administração - Teses. I. Lemme, Celso Funcia (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título.

AGRADECIMENTOS

Em especial aos meus pais Edson e Marília, pela constante motivação e pelos exemplos de vida, dedicação e amor. Agradeço pelo inesgotável esforço que sempre fizeram e por toda confiança que sempre depositaram em mim. A base do meu crescimento está nos princípios e nos valores que me ensinaram.

Ao meu irmão Eduardo, meu melhor amigo, maior exemplo e maior incentivador, por quem tenho um amor incondicional. Agradeço por toda força que sempre me deu, em especial, na decisão de fazer o mestrado. Sem o seu apoio, isto aqui não existiria. Como dizemos desde criança, “juntos sempre e pra sempre”.

À minha avó Hilda, de quem estive mais perto do que nunca no período do mestrado. Nossos tantos almoços não sairão na minha memória. Vou sorrir sempre lembrando da sra. me dizendo que eu estava atrasada para a “escola”. Onde quer que esteja, sei que está muito feliz por essa minha conquista. Te amo, Vó.

Ao meu namorado Conrado, uma pessoa tão importante na minha vida, dono de um coração incrível e de sentimentos admiráveis. Agradeço por estar sempre ao meu lado, acompanhando meus desafios pessoais e profissionais, me ajudando a superá-los e sempre me fazendo tão feliz.

Aos meus amigos e à minha família, pela compreensão por todas as minhas ausências, por todo incentivo nos momentos difíceis e por divertirem tanto a minha vida. Luisa e Tati, não consigo descrever o quanto vocês são especiais pra mim. Agradeço, de coração, por tudo que vivemos e sei que estaremos juntas pra sempre.

Ao meu orientador, Celso Lemme, pelo grande apoio e orientação na execução deste trabalho. Sua constante atenção, disponibilidade e seriedade foram fundamentais para o desenvolvimento desta pesquisa.

À Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável pelas informações disponibilizadas.

Por último, agradeço a todos que conheci no Coppead. O período de tempo que passamos juntos não capta a intensidade dos momentos que vivemos. Foram inúmeros momentos felizes e inesquecíveis que lembrarei pra sempre.

RESUMO

Cardoso, Larissa Gomes da Silva. Estudo sobre o Grau de Associação entre Ações Ambientais e Desempenho Financeiro nas Informações Públicas das Empresas Líderes em Relatórios de Sustentabilidade no Brasil. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

Esta pesquisa objetivou verificar a existência, nas informações públicas das empresas líderes em relatórios de sustentabilidade no Brasil, de uma justificativa de negócios para as suas ações ambientais. Com o estabelecimento de um vínculo entre meio ambiente e valor, as ações ambientais passariam a ter sua importância considerada na estratégia corporativa e, por consequência, no processo de tomada de decisão dos gestores, evitando que em momentos de dificuldade econômica as empresas optassem por reduzi-las ou abandoná-las. Em linha com estudos anteriores, esta pesquisa indicou que empresas de diversos setores ainda pouco fazem esta associação, seja através de relatórios de sustentabilidade ou de websites. Ainda de acordo com trabalhos antecedentes, concluiu-se que os relatórios de sustentabilidade devem encolher expressivamente, se concentrar na estratégia empresarial e nas questões relevantes de sustentabilidade, apresentando uma justificativa de negócios para as práticas ambientais. Por fim, ressaltou-se a necessidade de aprimoramento na divulgação das informações ambientais como requisito fundamental para que os investidores reconheçam diferenças de valor nas empresas voltadas para a sustentabilidade em relação às demais.

Palavras-chave: Sustentabilidade Corporativa. Iniciativas Ambientais. Desempenho Financeiro. Relatórios de Sustentabilidade

ABSTRACT

Cardoso, Larissa Gomes da Silva. Study on the Degree of Association between Environmental Initiatives and Financial Performance in the Public Information of Corporate Leaders on Sustainability Reports in Brazil. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

This study aimed to verify the existence of a business justification, in the public information of the leading sustainability reports in Brazil, for its environmental initiatives. With the establishment of a link between the environment and value, environmental activities would be considered as a core initiative in the corporate strategy by decision makers, preventing them, in times of economic hardship, to be reduced or even discarded. As well as previous studies, this research indicates that enterprises in different sectors still not make this association, either through sustainability reports or websites. Also like previous work, it was concluded that the sustainability reports could shrink significantly, focusing on business strategy and issues relevant to sustainability, with a business justification for environmental practices. Finally, it stressed the need of improvement in the dissemination of environmental information as a key requirement for investors to recognize differences in value in companies focused on sustainability in relation to others.

Keywords: Corporate Sustainability. Environmental Initiatives. Financial Performance, Sustainability Reports.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas Analisadas nesta Pesquisa	33
Tabela 2 – Número de Páginas dos Relatórios Analisados	39
Tabela 3 – Composição Total dos Relatórios Analisados por Intervalos de Páginas.	40
Tabela 4 – Empresas pertencentes à Amostra – Divisão por Setor	40
Tabela 5 – Média de Páginas dos Relatórios Analisados – Divisão por Setor	41
Tabela 6 – Composição Total dos Níveis de Divulgação de Informações Ambientais	42
Tabela 7 – Composição Total dos Níveis de Divulgação de Informações Ambientais - Divisão por Setor	43
Tabela 8 – Quantidade de Informações de Nível 3	44
Tabela 9 – Práticas Divulgadas pelas Empresas com Indicações de Valor	45
Tabela 10 – Classificação das Empresas – Níveis com Pesos Semelhantes	46
Tabela 11 – Classificação das Empresas – Níveis com Pesos Semelhantes – Divisão por Setor	47
Tabela 12 – Classificação das Empresas – Níveis com Pesos Distintos	48
Tabela 13 – Classificação das Empresas – Níveis com Pesos Distintos – Divisão por Setor.....	49
Tabela 14 – Pontuação Média – Níveis com Pesos Semelhantes	50
Tabela 15 – Pontuação Média – Níveis com Pesos Distintos	51
Tabela 16 – Número Médio de Páginas e Pontuação Média – Níveis com Pesos Semelhantes e Distintos.....	52

LISTA DE SIGLAS

ACCA - Association of Chartered Certified Accountants

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CEBDS - Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável

CERES - Coalition for Environmentally Responsible Economics

DJSI - Dow Jones Sustainability Index

DTIE - Divisão de Tecnologia, Indústria e Economia

EMS - Environmental Management System

ESG – Environmental, Social and Governance

FBDS - Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável

FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos

FTSE - Financial Times Stock Exchange

GRI - Global Reporting Initiative

IBASE - Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

IBOVESPA - Índice Bovespa

IBrX - Índice Brasil

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial

ISO - International Organization for Standardization

ONU - Organização das Nações Unidas

S&P - Standard and Poor's

UNEP - United Nations Environment Programme

UNEP FI - United Nations Environment Programme Finance Initiative

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	CONTEXTO E RELEVÂNCIA	9
1.2	OBJETIVO.....	12
1.3	DELIMITAÇÃO	13
2	REVISÃO DE LITERATURA	14
2.1	ESTUDOS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO AMBIENTAL E FINANCEIRO CORPORATIVOS.....	14
2.2	ESTUDOS SOBRE A EXISTÊNCIA DE JUSTIFICATIVA DE NEGÓCIOS (<i>BUSINESS CASE</i>) EM AÇÕES AMBIENTAIS	19
2.3	RELATÓRIOS DE SUSTENTABILIDADE	24
3	METODOLOGIA	29
3.1	UNIVERSO E AMOSTRA.....	29
3.2	FONTES E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	34
3.3	TRATAMENTO DOS DADOS	35
4	RESULTADOS	39
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	58
	APÊNDICES	65

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO E RELEVÂNCIA

O dilema entre as iniciativas que visam proteger o meio ambiente no longo prazo e as ações que proporcionam apenas resultados financeiros no curto prazo está cada vez mais intenso na sociedade. Um relatório publicado pela Organização das Nações Unidas, com o objetivo de abordar os maiores desafios à consecução das principais potencialidades do Brasil no domínio social, econômico, político e ambiental, defendeu que melhorar a qualidade de vida e o exercício dos direitos humanos dos cidadãos é insuficiente se os direitos das gerações futuras a condições iguais ou melhores não forem respeitados (ONU, 2005).

Ambientalistas têm demonstrado, frequentemente, preocupações com os impactos sobre os recursos naturais causados pelo crescimento econômico ao longo dos anos. A sociedade, em geral, parece ter começado a se mobilizar no sentido de tentar amenizar, reverter ou mesmo compensar os impactos negativos provenientes da adoção dos modelos econômicos sem a devida preocupação com a utilização desmedida do capital natural, exercendo forte pressão sobre as empresas para que passem a adotar modelos de crescimento sustentáveis.

Retratando a atenção atribuída aos fatores ambientais, em um estudo feito em 2003, a UNEP FI (*United Nations Environment Programme Finance Initiative*) verificou que algumas empresas já estavam levando em consideração o bem estar da sociedade e do meio ambiente em seus esforços de desenvolvimento econômico, definiu riscos ambientais, avaliou as consequências de não analisá-los, além de ter contribuído com ferramentas para serem utilizadas para gerenciar estes riscos (UNEP FI Australian Advisory Committee on Insurance, 2003).

Este estudo também verificou que, além dos prejuízos causados à água, à terra, ao ar, à fauna, à flora e às pessoas que com a natureza convivem, a ausência de

gerenciamento sobre riscos ambientais pode acarretar danos à reputação da empresa, pagamento de multas em caso de violação da legislação ambiental, percepção negativa da empresa por parte das agências reguladoras e da comunidade e pressão de grupos ambientais, além de impactar o preço de sua ação no mercado. O estudo abordou não só a relevância com que algumas companhias passaram a tratar a questão ambiental, como também as consequências financeiras relacionadas à não adoção de práticas sustentáveis.

Diversos estudos anteriores sugeriram que alguns fatores são responsáveis pela existência de uma relação entre o desempenho ambiental e o desempenho financeiro corporativo, tais como os impactos dos riscos ambientais na lucratividade da empresa e os efeitos do gerenciamento desses riscos na avaliação da empresa pelos investidores do mercado de capitais, com reflexo no valor das ações. Cabe destacar, também, as relevantes despesas incorridas no processo de adoção e manutenção das práticas sustentáveis.

Embora não existam estudos conclusivos na literatura a respeito de como as práticas ambientais afetam o desempenho financeiro das empresas, ou como o desempenho financeiro corporativo afeta a iniciativa de aderir a ações ambientais, diversos estudos indicam a existência de relação entre estas questões, independente do sentido da relação de causalidade.

Assim, o grau de associação entre as ações ambientais e o desempenho financeiro corporativo tornou-se um importante campo de estudo, uma vez que vincular estas questões significa encontrar uma justificativa de negócios (*business case*) para as práticas de sustentabilidade das empresas. Como consequência, este processo permite que a adoção de ações ambientais passe a ser defendida em termos financeiros e não apenas com argumentos de caráter qualitativo.

Ainda que uma justificativa qualitativa para as práticas sustentáveis de uma organização possa ser capaz de embasar de maneira consistente as ações ambientais, justificativas de caráter quantitativo e monetário podem ser apresentadas de maneira mais clara e objetiva, indicando diretamente os benefícios gerados por estas ações. Assim, poderemos considerar a inserção da questão ambiental no modelo de negócios da empresa, permitindo que adoção de práticas

ambientais sustentáveis fique mais resistente a alterações na gestão da empresa e a mudanças na escala de suas prioridades em momentos de dificuldade financeira da corporação ou de crise econômica.

Este argumento foi abordado por um estudo da consultoria A. T. Kearney (MABLER *et al*, 2009), que analisou o período de setembro a novembro/2008 e o de maio a novembro/2008, das 99 empresas presentes no Dow Jones Sustainability Index (DJSI) ou no Goldman Sachs SUSTAIN, observando que estas empresas tiveram um diferencial de desempenho de 10% e 15% nos respectivos períodos em relação à média do mercado. O estudo concluiu que somente as empresas estrategicamente sustentáveis poderão emergir mais fortes de crises financeiras, uma vez que são reconhecidas por investidores que sabem identificar o valor de longo prazo da sustentabilidade.

Quanto às empresas que não apresentam justificativas de negócios para suas práticas de sustentabilidade e não incorporam estas práticas em sua estratégia corporativa, utilizando-as apenas como ferramenta de propaganda, o estudo recomenda que revisem seus planejamentos, redirecionando os investimentos para áreas mais rentáveis, uma vez que o gasto com sustentabilidade apenas por imagem não será compensado. No que diz respeito às empresas efetivamente comprometidas com a sustentabilidade, a consultoria recomenda que continuem investindo em momentos de dificuldade financeira, até mesmo aumentando o volume de recursos investidos, a fim de se prepararem para um melhor posicionamento futuro.

No Brasil, a consultoria Deloitte (2009) publicou uma pesquisa feita no período de março a abril/2009, através de questionário respondido por 115 empresas que atuam no país: 69% informaram que o cenário econômico não impactou seus investimentos sustentáveis; 78% indicaram adotar práticas de sustentabilidade e que estas já estão se refletindo em todas as etapas da cadeia produtiva, através de mudanças no seu portfólio de produtos ou processos de produção, com 40% das empresas da amostra já tendo feito alterações desta natureza. Além disso, a pesquisa destacou que as empresas que adotam tais medidas percebem que estas contribuem para a boa imagem corporativa e que isso decorre do fato das ações

virem ao encontro dos anseios dos consumidores por melhores condições de vida e respeito aos direitos humanos.

Cabe destacar que, segundo Bezerra *et al* (2004), o interesse de maquiagem o real comportamento ambiental da empresa é conhecido como uma postura de *green wash*, sendo cada vez maior a necessidade do desenvolvimento de uma cultura corporativa que se traduza em ganhos efetivos para a sociedade e para empresa. Assim, a identificação da justificativa de negócios nas ações das empresas se torna crucial para a continuidade da adoção de práticas direcionadas à sustentabilidade ambiental e para a identificação das empresas que praticam ações ambientais pelo benefício que trazem para o meio ambiente, para a sociedade e para a empresa, incorporando-os em sua estratégia corporativa e em seu modelo de negócios.

1.2 OBJETIVO

Este estudo objetivou identificar o grau de associação entre as ações ambientais e o desempenho financeiro nas informações públicas das empresas líderes na publicação de relatórios de sustentabilidade no Brasil, na tentativa de encontrar uma efetiva justificativa de negócios (*business case*) para as práticas ambientais. Como consequência desta identificação, as iniciativas ambientais seriam justificadas com argumentos de caráter quantitativo e monetário, tornando-as mais resistentes a alterações na gestão da empresa e a mudanças na escala de suas prioridades em momentos de dificuldade financeira da corporação ou de crise econômica.

A pesquisa analisou os relatórios de sustentabilidade e websites das 28 empresas melhores colocadas na publicação *The Road to Credibility: a survey of sustainability reporting in Brazil* (A Global Reporters Research Publication, 2008), elaborada pela consultoria internacional SustainAbility e pela Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável (FBDS), em parceria com a Divisão de Tecnologia, Indústria e Economia da United Nations Environment Programme (DTIE

da UNEP). Também foram incluídas na amostra três empresas patrocinadoras desta publicação, partindo do pressuposto de que o conjunto de empresas que se destacou nestas publicações e os patrocinadores que possuem relevante interesse no tema teriam maior probabilidade de apresentar uma justificativa de negócios para suas práticas ambientais.

1.3 DELIMITAÇÃO

Este estudo fez uso apenas de informações públicas e foi realizado no primeiro semestre de 2009 com os relatórios de sustentabilidade analisados referindo-se aos anos de 2006 ou 2007, havendo apenas um do período 2007/2008, enquanto que os websites foram acessados nos meses iniciais do ano de 2009.

O restante deste trabalho está organizado em quatro capítulos: o segundo constitui-se na revisão de literatura; o terceiro apresenta a metodologia utilizada na pesquisa, incluindo a definição da amostra, as fontes e os procedimentos de coleta dos dados, assim como o tratamento dos dados. Já o quarto capítulo aborda os resultados e, finalmente, o quinto capítulo apresenta a conclusão e oferece sugestões para pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo é composto por três seções. A primeira tem por objetivo abordar alguns estudos que verificaram a relação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro das empresas, sejam na forma de comparação entre portfólios, estudos de eventos ou regressões múltiplas, além de apontar algumas razões para a não ocorrência de resultados conclusivos em todas as categorias de estudo. A segunda seção visa ressaltar os estudos que buscaram a identificação de justificativa de negócios (*business case*) nas ações de sustentabilidade ambiental praticadas pelas empresas. Por último, a terceira seção, retrata os relatórios de sustentabilidade, no que diz respeito às suas principais características e pontos de melhoria.

2.1 ESTUDOS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO AMBIENTAL E FINANCEIRO CORPORATIVOS

Segundo Wagner (2001), os estudos sobre a relação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro corporativos podem ser classificados em três categorias: comparação entre portfólios, estudo de eventos e regressões múltiplas. Os estudos pertencentes à primeira categoria analisam o desempenho financeiro entre portfólios formados por empresas com diferentes níveis de desempenho ambiental, os da segunda analisam o impacto de eventos ambientais nos retornos das ações das empresas de capital aberto e os da última categoria analisam a influência de múltiplos fatores no desempenho financeiro corporativo, assim como no desempenho ambiental das empresas.

Em seguida, alguns exemplos que contemplam as três categorias de estudos são destacados, por terem sido considerados importantes fontes de informações, capazes de gerar uma percepção a respeito dos divergentes resultados das pesquisas realizadas neste campo. Cabe ressaltar que Brito (2005) aborda uma

extensa discussão sobre os estudos destas categorias, sendo uma fonte de informações em caso de necessidade de aprofundamento neste tema.

Fazendo parte dos estudos que apontaram a existência de uma relação positiva entre desempenho ambiental e financeiro, o de Klassen e McLaughlin (1996), que teve como referência o período de 1985 a 1991, verificou que quando se tornaram públicas as práticas ambientais que alteravam positivamente os ganhos de mercado da empresa ou diminuía seus custos, os investidores alteraram suas perspectivas e percepções de valor das empresas. Assim, o estudo apontou para a confirmação da percepção de valor quanto à variável ambiental, verificando a existência de retornos anormais positivos das ações na presença de bons desempenhos ambientais.

No período de 2003 a 2006, Arx e Ziegler (2008) analisaram os Estados Unidos e a Europa e demonstraram, através de análises econométricas, que nas duas regiões as atividades sociais e ambientais de uma empresa em comparação com outras pertencentes à mesma indústria eram valorizadas pelos mercados, embora os efeitos positivos sobre a média mensal do retorno da ação nesse período fossem não-lineares, parecendo ser mais robustos nos Estados Unidos do que na Europa. O estudo concluiu que os mercados, particularmente o americano, recompensaram os investimentos feitos em ações de empresas com uma elevada intensidade de atividades ambientais e sociais, em comparação com empresas pertencentes à mesma indústria.

Feldman, Ameer e Soyka (1996) analisaram 330 empresas pertencentes ao S&P 500, no período de 1988 a 1994, tendo por objetivo desenvolver um modelo conceitual que associasse as atividades ambientais com o desempenho da empresa, com as formas em que estas associações seriam comunicadas aos investidores e outros interessados, com os riscos da empresa e com o seu custo de capital próprio. Concluíram que a adoção de melhores práticas ambientais reduziu significativamente o risco sistêmico das empresas analisadas e que esta alteração no beta da empresa reduziu o custo de capital, em até 5%. Neste contexto, cabe destacar que, de acordo com Brealey e Myers (2000) que abordam uma discussão sobre este assunto, o coeficiente beta de uma ação é uma medida da contribuição

do risco de uma ação individual ao risco total de um portfólio bem diversificado, e este coeficiente mede a sensibilidade da ação aos movimentos do mercado.

Cohen, Fenn e Konar (1997) também analisaram as empresas pertencentes ao S&P 500, considerando todas as 500 empresas pertencentes ao índice no período de 1987 a 1991. Foram construídas duas carteiras formadas por empresas do mesmo setor, sendo a primeira constituída de empresas com baixo desempenho ambiental e a segunda com alto desempenho ambiental. Seus resultados indicaram que a carteira formada por empresas com alto desempenho ambiental teve um desempenho financeiro em patamar igual ou superior à outra.

Alguns outros estudos não apontaram para esta relação com tanto otimismo, como é o caso do trabalho de Kreander *et al* (2000), onde foi analisado o desempenho financeiro de 40 fundos de investimentos que investiam somente em empresas responsáveis ambiental e socialmente, comparado com o de 40 fundos que não apresentavam esta preocupação, todos localizados em países como Alemanha, Bélgica, Holanda, Inglaterra, Noruega, Suécia e Suíça, durante o período de 1996 a 1998. O estudo não apontou diferenças estatisticamente significativas entre os desempenhos dos fundos, embora os que tinham a preocupação de investir em empresas responsáveis tenham apresentado menor desvio-padrão na distribuição dos retornos.

Divergências de resultados também podem ser percebidas com o estudo de Jacob, Singhal e Subramanian (2008), que visou verificar os efeitos do desempenho ambiental no valor das empresas através da reação observada no mercado de capitais a partir da divulgação de informações ambientais no período de 2004 a 2006, analisando a reação a 811 anúncios na imprensa. Os anúncios foram divididos em duas categorias de informações: a primeira incluía 430 anúncios de iniciativas ambientais corporativas (*Corporate Environment Initiatives*) referentes a esforços para evitar, mitigar ou compensar os impactos ambientais causados pelos produtos, serviços ou processos da empresa; a segunda continha 381 anúncios de prêmios e certificações ambientais (*Environment Awards and Certifications*), que forneciam informações sobre o reconhecimento por terceiros.

O trabalho indicou que o mercado não reagiu de forma significativa a nenhuma das duas categorias de informação. Entretanto, o estudo encontrou reações estatisticamente significativas para algumas subcategorias de informações, como os anúncios de doações filantrópicas para causas ambientais, com reações positivas do mercado, reduções voluntárias de emissões, com reações negativas do mercado, e certificação da ISO 14001, com uma significativa reação positiva do mercado. O estudo concluiu que o mercado parecia ser seletivo em reagir aos anúncios de desempenho ambiental.

Outro trabalho onde estas contradições ficaram evidentes foi o de Johnson (1996 *apud* BRITO, 2005), que analisou 350 empresas pertencentes à lista da Fortune 500, no período de 1987 a 1992. Este estudo não resultou em uma conclusão única que pudesse ser generalizada para todos os setores analisados na pesquisa, sugerindo que as divergências encontradas poderiam ser provenientes das legislações características de cada setor ou de fatores específicos das empresas. Assim, o estudo apontou para a existência de diferenças significativas na relação entre desempenho financeiro e práticas ambientais para as diversas indústrias e setores analisados.

Já o estudo de Santaló e Kock (2006), que utilizou a base de dados da Agência de Proteção Ambiental Americana (*United States Environmental Protection Agency*), referente ao período de 1996 a 2003, relatou que empresas conhecidas como baixas poluidoras apresentavam substanciais retornos anormais positivos nos sete anos seguintes à publicação das informações ambientais, em torno de 14 a 17% ao ano, enquanto que as grandes poluidoras não apresentavam retornos anormais, positivos ou negativos.

O estudo também analisou a reação do mercado de capitais no dia da divulgação da informação, observando que as grandes poluidoras apresentavam retornos anormais negativos e as baixas poluidoras retornos anormais que não eram estatisticamente diferentes de zero. Cabe destacar que, segundo Campbell e Mackinlay (1997) que abordam uma discussão sobre este assunto, o retorno anormal para uma firma trata-se da diferença entre o retorno observado e o retorno normal esperado.

Este estudo por último supracitado concluiu, então, que seus resultados eram consistentes com um mundo onde investidores estavam sendo lentos em avaliar corretamente aumentos no valor futuro da empresa associados ao atual bom desempenho ambiental, enquanto descontavam corretamente os efeitos financeiros negativos futuros das grandes poluidoras.

Entre os estudos mais recentes que tratam da relação entre desempenho ambiental e financeiro, cabe ressaltar o de Cavalcante, Bruni e Costa (2009), que confrontou o desempenho de uma carteira teórica formada pelas ações que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA com o das carteiras teóricas que formam o Índice Bovespa (Ibovespa) e o Índice Brasil (IBrX), retroagindo o ISE para período anterior à sua criação, através de uma carteira de referência. O trabalho comparou os retornos acumulados, retornos médios e desvios-padrão ao longo de 345 pregões, sendo 172 anteriores e 172 posteriores à criação do ISE em 30/11/2005, comparando também o desempenho do ISE com a exclusão das instituições financeiras, em função da elevada participação destas instituições na sua composição.

O estudo indicou não haver evidências de um desempenho superior do ISE no período posterior à sua criação e que o ISE revelou-se mais volátil do que os dois outros índices no período considerado, havendo indicações de que as carteiras retroagidas do ISE apresentavam melhor desempenho, que a precificação teria ocorrido antes de sua divulgação oficial. Não foi possível identificar um momento específico que marcasse a elevação percebida nos preços, registrando-se movimento contínuo e não associado a um degrau específico. Grande parte do melhor desempenho obtido pelo ISE no período que antecedeu sua criação foi creditado ao desempenho das instituições financeiras que o compõem.

Em resumo, a partir desses estudos realizados na tentativa de relacionar desempenho ambiental e financeiro, foi possível perceber que não há resultado conclusivo. De acordo com Salzman, Steger e Ionescu-Somers (2005), a dificuldade em mensurar os efeitos das iniciativas sustentáveis no desempenho financeiro corporativo está atrelada, dentre outros fatos: 1) à existência de um tempo razoável entre a prática sustentável e seu efeito, que pode ocasionar frustração e consequente ajuste nas atividades corporativas, como a suspensão de iniciativas,

independente de seus potenciais efeitos positivos futuros; e 2) ao problema da mensuração do desempenho ambiental e financeiro exigir julgamento, o que possibilita o uso de diferentes métodos.

Sobre a não ocorrência de resultados conclusivos em todas as categorias de estudos do relacionamento entre práticas ambientais sustentáveis e desempenho financeiro, Brito (2005) acredita que existem razões teóricas e empíricas capazes de justificar estas contradições. Dentre elas, está o fato das empresas com melhor desempenho financeiro possuírem mais recursos disponíveis às práticas ambientais, gerando uma causalidade reversa que pode dificultar a interpretação dos resultados estatísticos. Além disto, o autor acredita que a falta de indicadores de desempenho ambiental objetivos, consolidados e aplicáveis a diferentes setores de atividade econômica cria vieses nos estudos empíricos e influencia de forma significativa os resultados encontrados, fazendo com que outros estudos neste campo da literatura ainda sejam necessários até que a teoria esteja efetivamente consolidada.

2.2 ESTUDOS SOBRE A EXISTÊNCIA DE JUSTIFICATIVA DE NEGÓCIOS (*BUSINESS CASE*) EM AÇÕES AMBIENTAIS

As atividades empresariais que demonstram a inclusão de aspectos sociais e ambientais na gestão do negócio e nas interações com *stakeholders* refletem uma das definições gerais do termo de sustentabilidade corporativa, conforme abordado por Marrewijk (2003). No que diz respeito ao conceito de justificativa de negócios para a sustentabilidade (*Business Case for Sustainability*), Hess (2003), em seu estudo no setor de serviços financeiros, defende que este termo significa que questões ambientais e sociais impactam a criação de valor das empresas e que, portanto, existe uma racionalidade econômica para gerir estas ações de caráter sustentável das companhias.

Reforçando a prática destes conceitos, um estudo sobre a descoberta de valor através da integração do desempenho ambiental com o financeiro (ASPEN

INSTITUTE, 1998) aborda que as empresas deveriam dedicar seu esforço para descobrir a justificativa em valor (*business value*) presente em seu desempenho ambiental, medir rigorosamente e comunicar estes resultados, tanto interna como externamente, em uma linguagem que o investidor compreenda, para que analistas e investidores tenham possibilidade de levar em conta esta informação estratégica.

Segundo a *United Nations Conference on Trade and Development* (2000 apud Nossa, 2002), os *stakeholders* que são financeiramente sofisticados esperam ver a ligação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro nos relatórios ambientais, uma vez que uma empresa que reconhece suas responsabilidades ambientais, institui sistemas efetivos e apropriados de gerenciamento ambiental e adota tecnologias ambientalmente amigáveis, minimizará sua exposição ao risco decorrente de incidentes ambientais.

Reafirmando este argumento, Carpentier, Patterson e Malthouse (2003) identificaram que existe uma pressão por parte dos *stakeholders* por uma clara divulgação de informações a respeito das práticas ambientais corporativas, mas colocaram em dúvida a qualidade das informações divulgadas. Como consequência da forma inapropriada de divulgação, o estudo apontou que os *stakeholders*, sem um efetivo conhecimento de todas as informações relevantes, acabam não conseguindo visualizar de forma objetiva o impacto das ações ambientais no desempenho financeiro da empresa e, por este motivo, podem acabar abandonando a análise destas ações sustentáveis.

Repetto e Austin (2000), em estudo sobre como as questões ambientais poderiam ser integradas com sucesso na análise financeira, verificaram que as informações sobre as práticas ambientais divulgadas pelas empresas não forneciam dados suficientes aos investidores para que estes pudessem tomar decisões. Isto reforça a necessidade das empresas apresentarem suas informações ambientais associadas às respectivas justificativas de negócios.

Um estudo com o objetivo de identificar a justificativa de negócios em ações sustentáveis das empresas foi elaborado por Epstein e Roy (2003), através da análise de relatórios corporativos de sustentabilidade divulgados por 20 empresas, com a finalidade de determinar se estes continham justificativas de negócios para

suas iniciativas sustentáveis. Para isso, os autores classificaram as informações sócio-ambientais divulgadas de acordo com uma escala de níveis de 1 a 4.

A composição dos níveis variava desde a apresentação de informações descritivas (nível 1), passando por informações quantitativas não atreladas ao desempenho financeiro (nível 2), chegando a informações quantitativas e monetárias referentes aos investimentos, custos e outras despesas incorridas nas práticas sócio-ambientais (nível 3) e, no último nível, aos benefícios financeiros provenientes das práticas (nível 4). O estudo identificou que embora melhorias na sustentabilidade tenham sido muitas vezes impulsionadas por requisitos legais, um número crescente de empresas estava percebendo que a redução dos custos operacionais e o aumento das receitas eram, com frequência, resultados destas iniciativas.

Os autores concluíram que a maioria das empresas, embora em processo de conscientização sobre a questão, ainda não havia adotado práticas adequadas para avaliar os impactos das iniciativas de desenvolvimento sustentável sobre o desempenho financeiro, constatando que os relatórios de sustentabilidade de poucas empresas continham efetivamente a requisitada justificativa de negócios para suas ações sustentáveis de caráter social e ambiental.

Neste sentido, Hess (2003) analisou a presença da justificativa de negócios (*business case*) para práticas sustentáveis através de 62 entrevistas com representantes de instituições financeiras europeias e norte-americanas, argumentando que a não exploração da justificativa de negócios se deu pelo fato dos riscos sociais e ambientais serem muitas vezes analisados separadamente dos riscos financeiros, talvez pela ausência de conhecimento e instrumentos adequados para definir os riscos provenientes das práticas sustentáveis. Além disso, o estudo constatou que sistemas de incentivo tinham foco no curto prazo, reduzindo o interesse na análise dos riscos socioambientais, não havendo também interesse natural das empresas em divulgá-los.

Outro estudo, de Thomas *et al* (2004), analisou as informações de caráter ambiental divulgadas pelas 570 empresas presentes no FTSE All Share, índice que representa 98-99% do mercado do Reino Unido e que é a agregação do FTSE 100,

FTSE 200 e FTSE Small Cap. Verificou-se que 11% das empresas analisadas não divulgavam nada a este respeito, enquanto 89% discutiam as interações com o meio ambiente em seus relatórios anuais. Entretanto, o estudo constatou que na grande maioria destas discussões faltava profundidade, rigor ou quantificação nos relatórios divulgados. Além disso, observou-se que 76% das empresas forneciam apenas informações qualitativas.

O nível de divulgação quantitativa aumentava com o tamanho da empresa, com 13% dos relatórios do FTSE Small Cap fornecendo informações quantitativas e o percentual aumentando para 30% quando analisado o FTSE 250 e para 49% no FTSE 100. O estudo apontou, ainda, que empresas que possuíam EMS (*Environmental Management System*) divulgavam mais informações quantitativas e que apenas um número limitado de questões ambientais era relatado quantitativamente, como gestão de resíduos, mudanças climáticas e utilização da energia e água.

Outro resultado obtido foi que somente 35 empresas, 11%, das presentes no FTSE 350, faziam uma associação explícita entre questões ambientais e desempenho financeiro e que apenas 17 empresas, 5% do FTSE 350, associavam com o valor criado para o acionista. Estes resultados indicaram que, da parcela das empresas que divulgavam informações sobre questões ambientais, apenas uma pequena fração conseguia efetivamente associar suas ações ambientais com o desempenho financeiro corporativo, apresentando, assim, uma justificativa de negócios para suas práticas sustentáveis.

Já Yachin *et al* (2006) ressaltaram um interesse crescente de corporações, governos, organizações não-governamentais e analistas financeiros nas associações entre as práticas de sustentabilidade e desempenho financeiro e, que para identificar esta associação, o efeito das ações sustentáveis deveria ser isolado das outras variáveis e expresso em termos quantitativos e financeiros. Este estudo demonstrou que era possível traduzir o impacto das práticas sustentáveis em avaliação financeira, utilizando métricas de análises financeiras tradicionais. Com base na análise dos relatórios de sustentabilidade das empresas do setor de mineração canadense, verificou que não apresentavam informações específicas e quantitativas, limitando a avaliação de 80-90% das práticas de sustentabilidade

relatadas. Os dados relevantes a respeito das práticas de sustentabilidade eram apresentados muitas vezes de maneira dispersa ao longo do relatório, dificultando sua análise e associação ao desempenho financeiro.

Também neste sentido, cabe citar o relatório da Ceres-ACCA (2007), publicado anualmente com o intuito de reconhecer e incentivar a elaboração de relatórios sobre sustentabilidade em empresas dos Estados Unidos, Canadá e México, considerando que o reconhecimento da divulgação das práticas sustentáveis é crucial para a condução das melhorias no desempenho da sustentabilidade. Segundo a publicação, esses relatórios devem fornecer mais detalhes sobre a integração de práticas sustentáveis com resultados financeiros, ou seja, a justificativa de negócios não foi verificada de maneira clara pelos pesquisadores.

No mercado brasileiro, Lins e Wajnberg (2007) analisaram a incorporação do conceito da sustentabilidade corporativa nas principais instituições financeiras presentes no Brasil, através da realização de 67 entrevistas com altos executivos dos 10 maiores bancos, da aplicação de 126 questionários direcionados e ao nível gerencial médio e da análise dos relatórios e websites das instituições pesquisadas. Verificaram a existência de relevante discrepância dos níveis de incorporação de práticas sustentáveis e de suas divulgações entre as empresas analisadas e que, para o setor bancário, estas práticas ainda se encontram bastante atreladas à idéia de responsabilidade social, fazendo com que o setor as enxergue como práticas que aumentam os custos e reduzem os retornos.

Os autores registraram, também que os bancos analisados necessitavam aprimorar as ferramentas utilizadas para mensurar o desempenho nas dimensões sociais e ambientais, no sentido de captar também aspectos quantitativos da sustentabilidade. Constatou-se que os relatórios de sustentabilidade e websites não apresentavam indicadores capazes de avaliar o desempenho das empresas nas esferas social e ambiental associado ao desempenho financeiro, indicando, assim, um cenário onde não é dada relevância à existência de uma justificativa de negócios para as práticas sustentáveis.

Outro estudo interessante foi realizado por Knox, Maklan e French (2005), através da análise das 150 empresas melhores posicionadas no índice FTSE4Good,

testando a hipótese de que a responsabilidade social corporativa não é frequentemente associada ao desempenho financeiro. A pesquisa encontrou evidência de relação positiva entre o tamanho da empresa e a associação das práticas de sustentabilidade com o desempenho financeiro corporativo, pois somente as empresas grandes apresentavam uma justificativa de negócios para as suas práticas sustentáveis.

Como foco no setor bancário, o estudo de Wajnberg e Lemme (2009) analisou informações públicas sobre as práticas de sustentabilidade, social e ambiental disponibilizadas por 45 instituições financeiras brasileiras, na tentativa de verificar a presença de uma justificativa de negócios em um setor extremamente orientado para resultados. Os resultados revelaram que a divulgação de informações do setor bancário brasileiro não permite relacionar suas práticas de sustentabilidade com o desempenho financeiro corporativo e que as práticas de sustentabilidade e os maiores níveis de relacionamento com o desempenho financeiro são mais presentes na divulgação de informações dos maiores bancos brasileiros.

2.3 RELATÓRIOS DE SUSTENTABILIDADE

Seja por um processo de conscientização das empresas de que suas atividades possuem um significativo efeito no meio ambiente e na sociedade, seja pela pressão do próprio mercado e das leis, algumas empresas já assumem a preocupação com o desenvolvimento sustentável em suas diretrizes, incorporando as dimensões ambiental e social e adotando estratégias que consideram a transparência das ações empresariais, aumentando, assim, o incentivo a publicar informações a respeito de ações sustentáveis em relatórios (AZEVEDO, 2006).

Reafirmando a necessidade de divulgação das práticas corporativas que visam à sustentabilidade, Gasparino e Ribeiro (2007) relatam que principalmente grandes empresas de capital aberto e que têm ações na Bolsa de Valores de Nova Iorque já atribuem importância à divulgação de suas preocupações com o meio ambiente,

uma vez que esta atitude pode proporcionar credibilidade e confiabilidade perante os usuários da informação, refletindo-se na capacidade competitiva.

Como justificativa, os autores identificaram que a existência de uma crescente pressão por parte da sociedade e do governo para que as empresas defendam políticas alinhadas ao meio ambiente, incluindo o surgimento de *green consumers*, foi responsável por associar a prática de elaboração de relatórios de sustentabilidade com a possibilidade da empresa obter uma vantagem competitiva, acabando por estimular esta prática corporativa de comunicação.

Diante do fato de que as empresas se relacionam com questões que não se restringem apenas à dimensão econômica e da necessidade corporativa de comunicação dos impactos não só econômicos, como também suas consequências ambientais, sociais e de governança (*ESG - Environmental, Social and Governance*), a elaboração de relatórios de sustentabilidade pode ser definida como uma prática de medir, divulgar e prestar contas às várias partes interessadas, de forma equilibrada e razoável, sobre o desempenho de sustentabilidade da organização, incluindo tanto as contribuições positivas como as negativas (GRI, 2007).

De acordo com a publicação *The Road to Credibility: a survey of sustainability reporting in Brazil* (A Global Reporters Research Publication, 2008), os primeiros relatórios de sustentabilidade tinham como foco apenas os impactos ambientais, mas incorporaram rapidamente os aspectos sociais. Posteriormente, as empresas aperfeiçoaram seus relatórios para incorporar a sustentabilidade na estratégia de negócios corporativa.

Atualmente, a preocupação central na publicação destes relatórios gira em torno da integração da sustentabilidade em todas as práticas corporativas, incluindo desde gestão estratégica de riscos até inovação, gestão de marcas e desenvolvimento de novos mercados. Também há uma preocupação em torno do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade, no sentido de que todas as partes interessadas devem considerá-los relevantes e confiáveis, preservando assim a integridade da empresa e evitando que ela sofra acusações de *greenwash* e distorção (A Global Reporters Research Publication, 2008).

No que diz respeito à tentativa de aprimoramento da elaboração de relatórios de sustentabilidade, cabe ressaltar a iniciativa da *Global Reporting Initiative (GRI)*, modelo de elaboração de relatórios de sustentabilidade lançado pela organização não-governamental americana *Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES)* e pelo *United Nations Environment Programme* em 1997, com o objetivo de ajudar as empresas no entendimento e divulgação de suas ações sustentáveis, melhorando a qualidade e a utilidade dos relatórios de sustentabilidade (Delai e Takahashi, 2008).

A GRI (2007) uniu pareceres de especialistas pertencentes às várias partes interessadas na transparência das práticas corporativas sustentáveis, como empresas, sindicatos, organizações não-governamentais, investidores e contabilistas. Os relatórios de sustentabilidade baseados na estrutura proposta pela GRI buscam divulgar resultados e consequências da estratégia e da gestão adotadas pela organização, avaliar o desempenho de sustentabilidade relativamente a leis, normas, códigos, padrões de desempenho e iniciativas voluntárias, e demonstrar a forma como a organização influencia e é influenciada por expectativas de desenvolvimento sustentável, além de comparar o desempenho no âmbito de uma organização e entre diferentes organizações, ao longo do tempo (GRI, 2007).

Segundo Puppim de Oliveira (2003 *apud* MASULLO 2004), ISO 14000, GRI, Instituto Ethos e Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) se destacam entre as iniciativas de relatórios padronizados e desenvolvimento de indicadores em nível corporativo no Brasil. A Federação Nacional de Bancos (FEBRABAN) e o Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (CEBDS) também incentivaram a comunicação das ações ambientais corporativas.

Azevedo (2006) ressalta que embora a escolha de um determinado modelo seja uma decisão da empresa, é importante garantir continuidade da escolha, uma vez que a manutenção de um padrão possibilita que as informações divulgadas sejam comparadas ao longo do tempo, permitindo não só uma avaliação interna, como também a comparação entre empresas. Beets e Souther (1999) afirmaram que a ausência de comparabilidade entre os relatórios, seja de uma mesma corporação ao

longo do tempo, seja entre empresas diferentes, pode dificultar a identificação das empresas efetivamente orientadas às práticas ambientais.

Cabe salientar que embora diversos relatórios de sustentabilidade façam a integração necessária dos impactos ambientais e sociais com o resultado econômico, muitos destes ainda se concentram em informações qualitativas e sem padronização, dificultando a comparabilidade das informações e comprometendo a credibilidade da empresa (GASPARINO E RIBEIRO, 2007).

Ainda com relação à deficiência na comunicação das ações ambientais, uma publicação da revista *Capital Aberto* (2005), baseada no relatório *Mainstreaming Responsible Investment* do *World Economic Fórum* de 2005, indicou que as empresas efetivamente não divulgavam informações suficientes e consistentes sobre suas práticas corporativas sustentáveis capazes de proporcionar uma análise qualificada e que, além disso, os dados divulgados apresentavam uma série de deficiências, como o fato de serem raramente auditados, não possuírem referências históricas, serem publicados apenas uma vez por ano e com significativo atraso e, finalmente, seguirem padrões completamente distintos, dificultando a comparação entre as empresas.

Em uma pesquisa efetuada por Figge *et al* (2006), onde foi analisado o desempenho ambiental de 65 empresas européias do setor manufatureiro, concluiu-se que as informações corporativas publicadas em relatórios ambientais carecem de melhorias, tanto no que diz respeito à qualidade da informação divulgada, como quanto à forma de comunicação e à necessidade de padronização dos relatórios corporativos. Além disto, o estudo ressaltou a importância da tradução das práticas corporativas relacionadas ao desempenho ambiental em uma linguagem de investidores e gestores.

Outros pontos de melhoria direcionados a relatórios de sustentabilidade foram citados pela publicação *The Road to Credibility: a survey of sustainability reporting in Brazil* (A Global Reporters Research Publication, 2008) que, apesar de reconhecer que a prática de elaborar estes relatórios possa contribuir para maior transparência corporativa, destacou que estes são pouco lidos e têm como objetivo principal a gestão da reputação, fazendo com que percam credibilidade.

As sugestões para os futuros líderes em sustentabilidade apontadas por esta publicação são de que a estratégia de negócio e a sustentabilidade devem estar estreitamente integradas e que, dada a importância da gestão da sustentabilidade, esta deve ser absorvida pelos processos de gestão estratégica. Conseqüentemente, um sistema interno de gestão e não apenas um processo de coleta anual de dados, deve ser implementado, para que seja possível acompanhar com regularidade os indicadores de desempenho da sustentabilidade.

Em suma, o crescente reconhecimento da importância da publicação de relatórios de sustentabilidade se manifesta na sua produção intensa, refletida no fato de que são publicados por ano mais de 2.500 relatórios no mundo. Embora o número de relatórios tenha se mantido estável na Europa, na Oceania e na América do Norte, tem aumentado significativamente nos países em desenvolvimento nos últimos anos (A Global Reporters Research Publication, 2008). Torna-se, portanto, relevante a discussão acerca das características desses relatórios e de suas possíveis melhorias.

Tendo este capítulo descrito o referencial teórico relacionado ao tema desta pesquisa, o capítulo a seguir aborda a metodologia utilizada nesta pesquisa, no que diz respeito à definição da amostra, às fontes e procedimentos de coleta dos dados, assim como ao tratamento dos dados.

3 METODOLOGIA

Este estudo objetivou verificar a existência de uma justificativa de negócios (*business case*) para as ações ambientais praticadas pelas empresas líderes na divulgação de relatórios de sustentabilidade no Brasil, uma vez que uma efetiva associação com o desempenho financeiro corporativo tornaria as práticas ambientais mais resistentes a alterações na gestão da empresa e a mudanças na escala de suas prioridades em momentos de dificuldade financeira ou de crise econômica.

Este capítulo, que apresenta a metodologia utilizada no trabalho, é composto por três seções: a primeira aborda o universo e a amostra selecionada, especificando os passos adotados para se chegar à amostra; a segunda seção apresenta as fontes de dados utilizadas e os procedimentos de coleta; e, finalmente, a terceira seção aborda o tratamento dos dados.

3.1 Universo e Amostra

Partindo do pressuposto de que um conjunto formado por empresas de grande destaque em publicações de relatórios de sustentabilidade, ou que possuem relevante interesse neste tema, apresenta probabilidade maior de identificação de uma justificativa de negócios para suas práticas ambientais, este trabalho utilizou como base para a seleção de sua amostra a publicação *The Road to Credibility: a survey of sustainability reporting in Brazil* (A Global Reporters Research Publication, 2008) elaborado pela SustainAbility e pela FBDS, em parceria com a DTIE da UNEP e publicado no Brasil em 2008.

A SustainAbility é uma consultoria estratégica internacional e um centro de pesquisa independente que se dispõe a aconselhar seus clientes sobre a existência de riscos e oportunidades associados à responsabilidade corporativa e ao desenvolvimento sustentável, trabalhando na interface entre as forças do mercado e

as expectativas sociais, trazendo soluções aos desafios socioambientais que agreguem valor a longo prazo. A empresa foi fundada em 1987, por Julia Halies e John Elkington, tendo este último contribuído para o surgimento do conceito *triple bottom line*, que reflete a conjugação de resultados financeiros, ambientais e sociais, podendo ser considerado um dos principais líderes mundiais da causa do desenvolvimento sustentável.

A FBDS é uma entidade sem fins lucrativos, criada em 1992 através de uma associação de empresas líderes em suas áreas de atuação e preocupadas com a implementação de um modelo eficiente de desenvolvimento sustentável, que se compromete a usar tecnologia e ciência na estruturação de projetos de desenvolvimento sustentável, em pesquisas e na formação de recursos humanos. Esta entidade se destaca por possuir uma estreita rede de relacionamento com a comunidade científica, entidades de fomento internacionais e corporações nacionais, além de seu conselho possuir uma sólida experiência corporativa e um forte conhecimento técnico-científico, agregando valor ao posicionamento da Fundação e reforçando a sua credibilidade ética e profissional.

No Brasil, ocorreu um crescimento exponencial de relatórios de sustentabilidade. Segundo a publicação *The Road to Credibility: a survey of sustainability reporting in Brazil*, em 2006/2007 cerca de 80 empresas brasileiras divulgaram relatórios de sustentabilidade, em comparação com 18 na China continental e 12 na Índia, refletindo certa maturidade com que o setor empresarial brasileiro trata a sustentabilidade. Vale ressaltar a relevância desta publicação, que foi a oitava pesquisa global e a primeira com foco em um único país do programa *Global Reporters* da SustainAbility. A importância deste programa está refletida em seu objetivo de incentivar a responsabilidade corporativa, a transparência e a prestação de contas, já que relatórios de alta qualidade permitem que as partes interessadas responsabilizem as empresas, auxiliando-as na identificação de riscos e oportunidades e na melhora de sua gestão.

A pesquisa, que utilizou uma metodologia divulgada de pontuação padronizada da SustainAbility para ordenar os relatórios de sustentabilidade no Brasil, visou analisar a qualidade destes relatórios, incentivar as empresas brasileiras a aprimorarem suas práticas de repasse de informações e destacar o que empresas

globais podem aprender com as brasileiras. Com relação à metodologia utilizada na publicação, seguem os três passos adotados no documento intitulado *Rumo à Credibilidade: Independência e Integridade do Projeto* (SustainAbility, FBDS e UNEP, 2008), utilizados para se chegar à amostra de 28 das empresas analisadas neste estudo:

▪ 1º Passo: “Universo de Potenciais Relatórios de Sustentabilidade”

Na tentativa de capturar possíveis publicadores de relatórios de sustentabilidade, este passo inicial se destinou a formar um universo de empresas brasileiras que estivessem de acordo com pelo menos um dos dez requisitos mencionados abaixo. Como resultado, identificou-se um universo de 275 empresas.

- Listagem no índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA);
- Grande porte, medido por receita bruta;
- Presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA;
- Presença no banco de dados da CorporateRegister.com⁽¹⁾ em 2007;
- Presença no banco de dados da CorporateRegister.com⁽¹⁾ em 2008;
- Presença no banco de dados da GRI⁽²⁾ em 2008;
- Relatório de sustentabilidade premiado;
- Balanço social com Selo IBASE⁽³⁾ 2007;
- Notório reconhecimento por gestão voltada para a sustentabilidade⁽⁴⁾;
- Multinacional cuja subsidiária publica relatório de sustentabilidade no Brasil.

⁽¹⁾ O CorporateRegister.com pode ser considerado, a nível mundial, o maior diretório de relatórios empresariais não-financeiros, incluindo responsabilidade social das empresas, sustentabilidade ambiental e relatórios sociais (Conselho Empresarial para o Desenvolvimento Sustentável, 2009).

⁽²⁾ GRI é uma iniciativa de harmonização de relatórios e de disseminação de indicadores de sustentabilidade aplicáveis globalmente, que procura conciliar as diferentes necessidades dos grupos de interesse em termos de informações ambientais, contando para isso com a participação de instituições financeiras, órgãos de contabilidade internacional, organizações ambientais, governo e grupos de interesse junto ao CERES (MASULLO, 2004).

⁽³⁾ O Selo IBASE é conferido anualmente a todas as empresas que publicam o balanço social no modelo sugerido pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas, dentro da metodologia e dos critérios propostos (IBASE, 2009).

⁽⁴⁾ Notório reconhecimento segundo os critérios da SustainAbility e FBDS.

▪ 2º Passo: “Long List”

Neste passo, inicialmente foram descartadas as empresas que só atendiam a 1 dos 10 requisitos mencionados, restando 91 empresas; posteriormente, foram eliminadas as empresas que não haviam publicado relatórios de sustentabilidade. Em seguida, contou-se com a ajuda do Conselho Consultivo, convocado para dar apoio e opiniões ao longo do processo de análise das empresas, para opinar a respeito de empresas que publicavam relatórios de sustentabilidade, mas que poderiam ter sido por qualquer motivo desconsideradas no primeiro passo da análise. Como resultado, a *long list* ficou composta por 76 empresas, apresentadas em ordem alfabética no Apêndice A.

Cabe destacar que se entendeu como relatório de sustentabilidade todos aqueles que cobriam aspectos ambientais, sociais, econômicos e de governança corporativa. Além disso, a SustainAbility e a FBDS desconsideraram os relatórios que incluíam apenas um destes quatro aspectos.

▪ 3º Passo: “Short List”

Com o objetivo de confeccionar uma lista com apenas 25 empresas, foram utilizados nove critérios da metodologia do programa *Global Reporters*, disponível no site da consultoria Sustainability e brevemente mencionados a seguir:

- Identificação e priorização de questões;
- Valores, princípios e políticas para desenvolvimento sustentável;
- Responsabilidades e estruturas de governança;
- Procedimentos gerenciais;
- Engajamento de *stakeholders*;
- Medição de desempenho de desenvolvimento sustentável;

- Estabelecimento de metas;
- Verificação externa;
- Padrões para relatório.

No entanto, ocorreu empate na pontuação derivada da adoção destes critérios, o que fez com que a *shot list* passasse a ser composta não mais por 25 empresas conforme idéia inicial, mas por 28, que estão apresentadas em ordem alfabética no Apêndice B.

Os nove patrocinadores desta publicação foram Banco Itaú, Rhodia Energy Services, SESI Departamento Nacional, Shell Brasil, Holcim Brasil, Light, Natura, Sabesp e Tetra Pak. Dentre elas, Banco Itaú, Light, Natura e Sabesp estão presentes na *short list*. O relatório da Rhodia Energy Services não se encontrava disponível no site na época de seleção da amostra e o SESI, Serviço Social da Indústria, trata-se de uma associação que incentiva a gestão socialmente responsável das empresas industriais e não uma empresa propriamente dita. Assim, foram incluídas na amostra deste estudo as empresas Shell Brasil, Holcim Brasil e Tetra Pak.

Em suma, a amostra da pesquisa foi formada pelas 28 empresas mencionadas anteriormente e mais estas 3 patrocinadoras, totalizando 31 empresas, conforme apresentado em ordem alfabética na tabela 1 abaixo.

Tabela 1: Empresas Analisadas nesta Pesquisa

1. AES Eletropaulo	12. Coelce	23. Samarco Mineração
2. AmBev	13. Copagaz	24. Serasa
3. Ampla	14. Copel	25. Shell Brasil
4. Aracruz	15. Energias do Brasil	26. Souza Cruz
5. Banco Itaú	16. Holcim Brasil	27. Suzano Petroquímica
6. Banco Real	17. Light	28. Tetra Pak
7. Bradesco	18. Natura	29. Usiminas
8. Bunge	19. Petrobras	30. VCP
9. Celulose Irani	20. Philips do Brasil	31. Veracel Celulose
10. Cemig	21. Roche Brasil	
11. Coelba	22. Sabesp	

3.2 FONTES E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Com o objetivo de investigar o grau de associação entre práticas ambientais e resultados financeiros, as fontes de dados deste estudo foram os últimos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas 31 empresas pertencentes à amostra, assim como seus websites, nas áreas que indicavam alguma relação com ações ambientais e na área destinada às relações com investidores.

Os relatórios de sustentabilidade das 28 empresas mencionadas pela publicação supracitada foram disponibilizados pela FBDS e apresentam-se com nomes variados, como Relatório de Sustentabilidade 2007, Relatório Anual 2007, Relatório Anual de Sustentabilidade 2007, Nossa Visão Estratégica e Resultados Financeiros 2007, Balanço Sócio-Ambiental 2007, Relatório Cases em Sustentabilidade Empresarial 2007, Relatório Corporativo 2006, Relatório Anual de Sustentabilidade 2006 e Relatório Social 2007/2008.

Os relatórios das empresas Shell Brasil, Holcim Brasil e Tetra Pak foram obtidos nos sites de suas empresas, nomeados, respectivamente, como Relatório de Sustentabilidade da Shell 2007, Relatório de Sustentabilidade Holcim 2007 e Relatório de Sustentabilidade 2006 - 2007.

Com relação à segunda fonte de informações, os websites das 31 empresas, vale ressaltar que ao longo do processo de busca tanto nas áreas que mencionavam a existência de práticas ambientais quanto nas destinadas às relações com investidores, todos os nomes dos campos de busca analisados estão relatados no Apêndice C.

3.3 TRATAMENTO DOS DADOS

O presente estudo utilizou, com algumas adaptações explicitadas mais adiante, a proposta de metodologia de Epstein e Roy (2003), que classifica as informações socioambientais divulgadas de acordo com uma escala de níveis que variam de 1 a 4. De acordo com esta metodologia, as informações são classificadas como de primeiro nível quando forem qualitativas, de caráter descritivo, não atreladas diretamente ao desempenho financeiro; de segundo nível, quando forem quantitativas, expressas em números de natureza não-financeira e, portanto, não atreladas diretamente ao desempenho financeiro.

Já nos dois últimos níveis, as informações de caráter sócio-ambiental são quantitativas e monetárias e encontram-se associadas, parcial ou integralmente, ao desempenho financeiro. No terceiro nível, as informações são referentes aos investimentos, custos e outras despesas incorridas nas práticas sócio-ambientais, sendo, então, parcialmente atreladas ao desempenho financeiro. No quarto e último nível, as informações são relacionadas aos benefícios decorrentes dos investimentos, custos e outras despesas incorridos em tais práticas, estando, assim, completamente associadas ao desempenho financeiro.

Como este trabalho teve por objetivo avaliar o grau da associação das ações ambientais ao desempenho financeiro das 31 empresas selecionadas, a adaptação desta metodologia se deu em dois sentidos. Primeiro, a metodologia classificou apenas informações divulgadas de caráter ambiental, excluindo as de caráter social e, em segundo lugar, o nível 1 da metodologia original, que registra informações de caráter apenas descritivo, não associadas ao desempenho financeiro, não foi abordado.

Em resumo, as informações de caráter ambiental presentes nos relatórios de sustentabilidade e nos websites das empresas foram classificadas em três níveis, inspirados na metodologia de Epstein e Roy (2003), que se encontram definidos a seguir:

- Nível 1: Informações quantitativas e não monetizadas

Existem informações quantitativas sobre as ações ambientais da empresa expressas em números de natureza não-financeira. Portanto, não são diretamente relacionadas ao desempenho financeiro corporativo.

- Nível 2: Informações monetizadas referentes a investimentos, custos e outras despesas

Existem informações monetizadas relacionadas aos investimentos, custos e outras despesas incorridas nas ações ambientais. Portanto, estas informações estão parcialmente associadas ao desempenho financeiro corporativo.

- Nível 3: Informações monetizadas referente a benefícios

Existem informações monetizadas relacionadas aos benefícios decorrentes dos investimentos, custos e outras despesas incorridas nas ações ambientais. Portanto, estas informações estão diretamente associadas ao desempenho financeiro corporativo.

Um exemplo de categorização de informações ambientais nos três níveis descritos seria o de uma empresa que divulga no seu relatório de sustentabilidade que, em 2007, reaproveitou 98,2% dos resíduos industriais, que são comercializados de forma a incrementar a receita da companhia e reduzir o impacto ambiental. Esta informação seria categorizada como de nível 1 por estar expressa em números de natureza não-financeira.

Se em outra parte do relatório, nas notas explicativas de demonstrações contábeis, por exemplo, a empresa citar que, no exercício de 2007, realizou investimentos no montante de R\$ 48,4 milhões com tratamento de águas, efluentes e disposição de resíduos, esta informação se caracterizaria como de nível 2, uma vez que se trata de uma informação monetizada referente ao investimento efetuado pela empresa no meio ambiente.

Por último, um exemplo de categorização como nível 3 seria uma citação na parte de mensagem aos acionistas de que a companhia patrocina um dos maiores centros de reciclagem da América Latina e reaproveita mais de 98% dos resíduos industriais na forma de subprodutos, o que gerou, em 2007, receita de R\$ 66,7 milhões. Neste caso, foi apresentada uma informação monetizada referente a benefícios gerados pela prática ambiental.

No que diz respeito à análise dos resultados, cabe ressaltar que foi considerado o número de informações presentes nos relatórios de sustentabilidade das empresas e em seus websites, classificadas em cada um dos níveis categorizados acima. Com base nestas informações, foi delineado um perfil do relacionamento entre desempenho ambiental e financeiro existente nestas empresas selecionadas com base na incidência de informações em cada nível.

Um ponto que merece destaque se refere ao fato de que informações que, de acordo com a percepção do autor, tratavam da mesma prática ambiental e estavam presentes em diversos momentos ao longo do relatório de sustentabilidade ou do website foram consideradas apenas uma vez na contagem de informações.

Um exemplo desta pontuação única para informações semelhantes seria a divulgação de uma empresa, tanto em seu relatório quanto em seu website, sobre a existência de um conjunto de práticas que visam à redução no consumo de energia em diversas instituições, dentre elas hospitais, orfanatos e creches, indicando a economia energética proveniente da adoção destas ações em cada um desses locais de atuação em MWh por ano.

Como procedimento adicional, foi realizada uma classificação das empresas pelo grau de associação entre as práticas ambientais e o desempenho financeiro, através de uma pontuação atribuída a cada empresa. Esta pontuação foi calculada através do número de vezes que informações de um dado nível apareceram multiplicado pelo peso do respectivo nível.

Em um primeiro momento, foi atribuído peso 1 a todos os níveis. Ou seja, se no relatório de sustentabilidade e no website de uma determinada empresa verificaram-se 10 informações categorizadas como de nível 1, 14 de nível 2 e 1 de nível 3, de

acordo com esta ponderação de pesos semelhantes entre os níveis, esta empresa teria 25 pontos.

Em um segundo passo, foi considerado como peso de cada nível sua própria classificação, ou seja, foi atribuído peso 1 para as informações categorizadas como pertencentes ao nível 1, peso 2 para as classificadas como de nível 2, e peso 3 para as categorizadas como pertencentes ao nível 3. Assim, utilizando ainda o exemplo anterior, a referida empresa teria 41 pontos ($1 \times 10 + 2 \times 14 + 1 \times 3 = 41$), segundo este critério de ponderação distinta.

Após o delineamento do perfil do relacionamento entre desempenho ambiental e financeiro e a classificação pelo grau de associação existente entre as práticas ambientais sustentáveis e desempenho financeiro corporativo, foi feita, com uso de estatística descritiva, uma análise dos resultados no sentido de buscar um comportamento similar dentro dos setores presentes na amostra.

Tendo este capítulo descrito a metodologia utilizada neste trabalho, o capítulo a seguir aborda os resultados encontrados.

4 RESULTADOS

Primeiramente, cabe destacar o porte dos relatórios de sustentabilidade das 31 empresas da amostra. A Tabela 2 retrata o número de páginas dos relatórios analisados, em ordem crescente, assim como o número médio de páginas da amostra.

Tabela 2: Número de Páginas dos Relatórios Analisados

Empresa	Número de Páginas	Empresa	Número de Páginas
Holcim Brasil	34	Petrobras	124
Shell Brasil	44	Tetra Pak	129
Bunge	73	Cemig	140
Souza Cruz	80	Coelba	143
Celulose Irani	85	VCP	147
Roche Brasil	89	Suzano Petroquímica	155
Natura	94	Samarco Mineração	157
Bradesco	95	Banco Itaú	159
Energias do Brasil	102	AES Eletropaulo	172
Veracel Celulose	104	Ampla	173
Aracruz	106	Sabesp	175
Banco Real	106	Coelce	177
Light	106	Usiminas	188
Philips do Brasil	110	Copel	216
Copagaz	114	Serasa	263
AmBev	115	Média de Páginas	128

A média é de 128 páginas, sendo que o menor relatório é o da Holcim Brasil, com 34 páginas, e o maior é o da Serasa, com 263 páginas.

Vale destacar que apenas 8 relatórios possuem menos que 100 páginas e que somente 2 relatórios possuem menos que 50 páginas, o que corresponde a 6% da amostra. Conforme apresentado na Tabela 3, a maior parte dos relatórios de sustentabilidade, 68%, possui entre 100 a 200 páginas, sendo que 13 relatórios, 42% da amostra, apresentam entre 100 e 150 páginas e ainda 2 relatórios apresentam mais que 200 páginas, o da Copel com 216 e o da Serasa com 263 páginas, o que possibilita uma incerteza sobre a existência de leitores interessados em relatórios deste porte.

Tabela 3: Composição Total dos Relatórios Analisados por Intervalos de Páginas

Intervalos	Quantidade de Relatórios	Participação
0 - 100 páginas	8	25,81%
100 - 200 páginas	21	67,74%
200 - 300 páginas	2	6,45%
Total	31	100%

As 31 empresas pertencentes à amostra foram, em seguida, classificadas de acordo com seus setores econômicos, subsetores ou segmentos, segundo a classificação setorial utilizada pela BM&FBOVESPA. A Tabela 4 apresenta este agrupamento, valendo ressaltar que os resultados também foram analisados pelos subsetores ou segmentos de atuação.

Tabela 4: Empresas pertencentes à Amostra - Divisão por Setor

Setor	Subsetor / Segmento	Empresa
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AES Eletropaulo, Ampla, Cemig, Coelba, Coelce, Copel, Energias do Brasil e Light
	Gás	Copagaz
	Água e Saneamento	Sabesp
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Aracruz, Celulose Irani, VCP e Veracel Celulose
	Mineração	Samarco Mineração
	Petroquímicos	Suzano Petroquímica
	Embalagens	Tetra Pak
	Siderurgia	Usiminas
Consumo Não Cíclico	Bebidas	AmBev
	Produtos de Uso Pessoal	Natura
	Medicamentos	Roche Brasil
	Fumo	Souza Cruz
Financeiro	Alimentos	Bunge
	Intermediários Financeiros	Banco Itaú, Banco Real e Bradesco
	Serviços Financeiros Diversos	Serasa
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petrobras e Shell Brasil
Construção	Materiais de Construção	Holcim Brasil
Consumo Cíclico	Utilidades	Philips do Brasil

De acordo com o agrupamento por setores, a Tabela 5 apresenta a média de páginas dos 7 setores econômicos presentes na amostra: Utilidade Pública (10 empresas), Materiais Básicos (8 empresas), Consumo Não-Cíclico (5 empresas), Financeiro (4 empresas), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (2 empresas), Construção (1 empresa) e Consumo Cíclico (1 empresa).

Tabela 5: Média de Páginas dos Relatórios Analisados - Divisão por Setor

Setor	Subsetor / Segmento	Média de Páginas	Média do Setor
Utilidade Pública	Energia Elétrica	154	152
	Gás	114	
	Água e Saneamento	175	
Materiais Básicos	Papel e Celulose	111	134
	Mineração	157	
	Petroquímicos	155	
	Embalagens	129	
	Siderurgia	188	
Consumo Não Cíclico	Bebidas	115	90
	Produtos de Uso Pessoal	94	
	Medicamentos	89	
	Fumo	80	
Financeiro	Alimentos	73	156
	Intermediários Financeiros	120	
	Serviços Financeiros Diversos	263	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	84	84
Construção	Materiais de Construção	34	34
Consumo Cíclico	Utilidades	110	110

O setor Financeiro, que engloba os subsetores de intermediários financeiros, onde foram alocados os bancos Itaú, Real e Bradesco, e serviços financeiros em geral, onde foi alocada a Serasa, possui a maior média, com 156 páginas. Em segundo lugar, ficou o setor de Utilidade Pública, com média de 152 páginas. Este setor engloba, os subsetores de Gás, Água e Saneamento e o de Energia Elétrica, que é o subsetor que possui mais empresas da amostra (8 empresas) e apresenta uma média de 154 páginas.

Com relação às menores médias, o setor de Construção, constituído pela empresa Holcim Brasil, possui 34 páginas e o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, constituído pela Petrobras e pela Shell Brasil, possui uma média de 84 páginas.

Quanto à segunda fonte de dados da pesquisa, as áreas dos websites das empresas que indicavam alguma associação com ações ambientais e relações com investidores, observou-se que, em geral, não representavam uma fonte importante de informações adicionais aos relatórios de sustentabilidade. Apenas 7 websites dos 31 analisados, 23%, apresentaram informações de caráter ambiental que pudessem ser classificadas em um dos três níveis utilizados nesta pesquisa e que não constavam nos respectivos relatórios de sustentabilidade.

Das 7 empresas, 2 pertencem ao setor de Utilidade Pública (Ampla e Sabesp), 2 ao de Materiais Básicos (Aracruz e Veracel) e as demais aos setores Financeiro (Bradesco), de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (Shell) e de Consumo Cíclico (Phillips).

Após um panorama sobre o porte dos relatórios de sustentabilidade e sobre os websites, a Tabela 6 retrata a participação dos níveis de divulgação de informações ambientais na amostra, delineando o perfil do relacionamento entre desempenho ambiental e financeiro existente nas empresas selecionadas, com base na incidência de informações em cada nível.

Tabela 6: Composição Total dos Níveis de Divulgação de Informações Ambientais

Nível	Quantidade	Participação
1	229	59,02%
2	139	35,82%
3	20	5,15%
Total	388	100,00%

Como pode ser verificado, apenas 5% de todas as informações de caráter ambiental presentes nos relatórios de sustentabilidade ou nos sites referiam-se a informações monetizadas relacionadas aos benefícios decorrentes das ações ambientais, diretamente associadas ao desempenho financeiro corporativo.

Também apenas 36% das informações ambientais eram relacionadas aos investimentos, custos e despesas incorridas em ações ambientais e, portanto, estavam parcialmente associadas ao desempenho financeiro corporativo. Predominaram, com 59%, informações de nível 1, no qual as ações ambientais são expressas em números de natureza não-financeira, o que indica pouca associação entre as iniciativas ambientais e o desempenho financeiro corporativo. Assim, a justificativa de negócios (*business case*) das iniciativas ambientais não fica clara, levantando a questão da sua continuidade em momentos de dificuldades financeiras.

Uma análise setorial desta composição, conforme retratada na Tabela 7, confirma a maior incidência de informações ambientais categorizadas como nível 1 em todos os setores econômicos, subsetores ou segmentos de atuação. Entretanto, cabe destaque para o subsetor de Energia Elétrica, que apresenta certo equilíbrio

entre as participações dos dois primeiros níveis de divulgação em detrimento do terceiro.

Tabela 7: Composição Total dos Níveis de Divulgação de Informações Ambientais -
Divisão por Setor

Setor	Subsetor / Segmento	Quantidade de Informações	% Nível 1	% Nível 2	% Nível 3
Utilidade Pública	Energia Elétrica	135	48,9%	46,7%	4,4%
	Gás	6	83,3%	16,7%	0,0%
	Água e Saneamento	10	60,0%	30,0%	10,0%
	Setor	151	51,0%	44,4%	4,6%
Materiais Básicos	Papel e Celulose	51	64,7%	31,4%	3,9%
	Mineração	11	63,6%	27,3%	9,1%
	Petroquímicos	13	53,8%	46,2%	0,0%
	Embalagens	8	87,5%	0,0%	12,5%
	Siderurgia	12	58,3%	33,3%	8,3%
	Setor	95	64,2%	30,5%	5,3%
Consumo Não Cíclico	Bebidas	9	66,7%	22,2%	11,1%
	Produtos de Uso Pessoal	9	77,8%	22,2%	0,0%
	Medicamentos	8	50,0%	25,0%	25,0%
	Fumo	13	69,2%	30,8%	0,0%
	Alimentos	11	63,6%	27,3%	9,1%
Setor	50	66,0%	26,0%	8,0%	
Financeiro	Intermediários Financeiros	33	57,6%	33,3%	9,1%
	Serviços Financeiros Diversos	9	77,8%	22,2%	0,0%
	Setor	42	61,9%	31,0%	7,1%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	27	63,0%	37,0%	0,0%
Construção	Materiais de Construção	13	61,5%	38,5%	0,0%
Consumo Cíclico	Utilidades	10	70,0%	20,0%	10,0%

No que diz respeito ao nível 3, a Tabela 8 aponta a quantidade de informações de cada empresa que abordou este tipo de informação no relatório de sustentabilidade ou website, ou seja, 16 empresas, equivalente a 52% da amostra. Conforme mencionado anteriormente, das 388 informações de caráter ambiental, apenas 20 mencionadas na Tabela 8, 5% do total, diziam respeito a informações monetizadas relacionadas aos benefícios das ações ambientais.

Tabela 8: Quantidade de Informações de Nível 3

Setor	Subsetor / Segmento	Empresa	Nível 3
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Ampla	2
	Energia Elétrica	Coelba	1
	Energia Elétrica	Coelce	1
	Energia Elétrica	Energias do Brasil	2
		Subsetor	6
		Água e Saneamento	Sabesp
		Setor	7
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Aracruz	1
	Papel e Celulose	Celulose Irani	1
		Subsetor	2
	Mineração	Samarco Mineração	1
	Embalagens	Tetra Pak	1
	Siderurgia	Usiminas	1
	Setor	5	
Consumo Não Cíclico	Bebidas	AmBev	1
	Medicamentos	Roche Brasil	2
	Alimentos	Bunge	1
	Setor	4	
Financeiro	Intermediários Financeiros	Banco Real	2
	Intermediários Financeiros	Bradesco	1
	Setor	3	
Consumo Cíclico	Utilidades	Philips do Brasil	1
	Quantidade Total de Informações de Nível 3		20

Considerando apenas as 20 informações de nível 3, o setor com maior incidência é o de Utilidade Pública, cabendo destaque para o subsetor de Energia Elétrica, seguido do de Materiais Básicos. Cabe destacar, também, que estes dois setores são os que possuem maior número de empresas na amostra, 10 e 8, respectivamente. Outro ponto é que nenhuma empresa divulgou mais do que duas informações de nível 3, número alcançado apenas pela Ampla, Energias do Brasil, Roche Brasil e Banco Real.

Com relação ao tipo de informação categorizada como de nível 3, a Tabela 9 apresenta, de forma resumida, as práticas divulgadas pelas empresas.

Tabela 9: Práticas Divulgadas pelas Empresas com Indicações de Valor

Empresa	Nível 3	Práticas com Indicações de Valor
Ampla	2	Adoção de Medidas de Redução do Consumo de Energia Adoção do Carro Elétrico
Banco Real	2	Comercialização de Créditos de Carbono Venda de Lixo Reciclável
Energias do Brasil	2	Adoção de Medidas de Redução do Consumo de Energia Reciclagem de Resíduos
Roche Brasil	2	Utilização nas Caldeiras apenas de Gás Natural e Tratamento da Água Reciclagem de Resíduos
AmBev	1	Reaproveitamento de Resíduos Industriais
Aracruz	1	Adoção de Sistema de Previsão e Aviso para Controle de Doenças Foliares
Bradesco	1	Adoção de Medidas de Redução do Consumo de Energia
Bunge	1	Utilização de Biomassa e Redução dos Custos com Combustíveis
Celulose Irani	1	Venda de Créditos de Carbono
Coelba	1	Comercialização de Resíduos
Coelce	1	Reciclagem de Resíduos
Philips do Brasil	1	Adoção de Medidas de Redução do Consumo de Energia
Sabesp	1	Adoção de Medidas de Redução do Consumo de Energia
Samarco Mineração	1	Incentivo a Reutilização de Peças
Tetra Pak	1	Reciclagem de Resíduos
Usiminas	1	Comercialização de Resíduos
Informações Nível 3	20	

Os resultados sugerem que as ações ambientais reportadas com benefícios monetizados dizem respeito, em maior parte, à reciclagem ou comercialização de resíduos, prática responsável por 9 informações de nível 3 dentre as 20 da amostra, e à adoção de medidas de redução do consumo de energia, citadas em 5 informações de nível 3. Isto pode indicar que ainda estão mais voltadas à ecoeficiência ou atividades-meio do que à definição de modelos de negócios, orientados para a atividade-fim das empresas.

Uma possível classificação das empresas pelo grau de associação entre as práticas ambientais e o desempenho financeiro pode ser estabelecida através da pontuação atribuída a cada uma, obtida pelo número de vezes que informações de um dado nível apareceram multiplicado pelo peso do nível. Em um primeiro momento, foi atribuído peso 1 a todos os níveis, e, posteriormente, considerou-se o próprio número de nível (1, 2 ou 3) como peso.

A Tabela 10 apresenta a classificação das empresas utilizando ponderação igual a 1 para todos os níveis de divulgação das informações ambientais.

Tabela 10: Classificação das Empresas -
Níveis com Pesos Semelhantes

Empresa	Total
Coelba	25
Coelce	21
Energias do Brasil	20
Banco Real	18
Ampla	17
Petrobras	16
Copel	15
Light	15
Celulose Irani	15
VCP	15
Cemig	13
Suzano Petroquímica	13
Souza Cruz	13
Holcim Brasil	13
Usiminas	12
Aracruz	11
Samarco Mineração	11
Bunge	11
Bradesco	11
Shell Brasil	11
Sabesp	10
Veracel Celulose	10
Philips do Brasil	10
AES Eletropaulo	9
AmBev	9
Natura	9
Serasa	9
Tetra Pak	8
Roche Brasil	8
Copagaz	6
Banco Itaú	4

O máximo de pontuação foi atingido pela empresa de energia elétrica Coelba, com 25 informações, e o nível mais baixo da classificação pertence ao Banco Itaú, com 4 pontos.

Em uma análise setorial, a maioria das empresas de energia elétrica ocupou uma posição relevante na associação entre ações ambientais e desempenho financeiro corporativo, destacando os três primeiros lugares para Coelba, Coelce e Energias do Brasil, seguidas da Ampla, Copel e Light, conforme abordado na Tabela 11. As últimas colocações ficaram por conta da Roche Brasil, Copagaz e Banco Itaú como último colocado da classificação.

Tabela 11: Classificação das Empresas - Níveis com Pesos Semelhantes - Divisão por Setor

Setor	Subsetor / Segmento	Empresa	Total
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Coelba	25
		Coelce	21
		Energias do Brasil	20
Financeiro	Intermediários Financeiros	Banco Real	18
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Ampla	17
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petrobras	16
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Copel	15
		Light	15
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Celulose Irani	15
		VCP	15
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Cemig	13
Materiais Básicos	Petroquímicos	Suzano Petroquímica	13
Consumo Não Cíclico	Fumo	Souza Cruz	13
Construção	Materiais de Construção	Holcim Brasil	13
Materiais Básicos	Siderurgia	Usiminas	12
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Aracruz	11
		Samarco Mineração	11
Consumo Não Cíclico	Alimentos	Bunge	11
Financeiro	Intermediários Financeiros	Bradesco	11
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Shell Brasil	11
Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sabesp	10
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Veracel Celulose	10
Consumo Cíclico	Utilidades	Philips do Brasil	10
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AES Eletropaulo	9
Consumo Não Cíclico	Bebidas	AmBev	9
		Produtos de Uso Pessoal	Natura
Serviços Financeiros Diversos	Serviços Financeiros Diversos	Serasa	9
Materiais Básicos	Embalagens	Tetra Pak	8
Consumo Não Cíclico	Medicamentos	Roche Brasil	8
Utilidade Pública	Gás	Copagaz	6
Intermediários Financeiros	Intermediários Financeiros	Banco Itaú	4

A Tabela 12 apresenta a classificação das empresas utilizando ponderação distinta entre os níveis, com atribuição de peso igual ao respectivo nível (1,2 e 3).

Tabela 12: Classificação das Empresas -
Níveis com Pesos Distintos

Empresa	Total
Coelba	41
Coelce	34
Energias do Brasil	33
Banco Real	27
Ampla	27
Light	24
Petrobras	23
Celulose Irani	23
Copel	22
VCP	21
Suzano Petroquímica	19
Holcim Brasil	18
Usiminas	18
Cemig	17
Souza Cruz	17
Bradesco	17
Samarco Mineração	16
Bunge	16
Aracruz	15
Sabesp	15
Shell Brasil	14
Philips do Brasil	14
Roche Brasil	14
AmBev	13
Veracel Celulose	12
AES Eletropaulo	12
Natura	11
Serasa	11
Tetra Pak	10
Copagaz	7
Banco Itaú	6

De acordo com esta ponderação, as maiores pontuações continuaram com o subsetor de energia elétrica. Vale destacar que as cinco primeiras empresas são as mesmas da ponderação anterior, o que parece indicar sua liderança efetiva na associação entre ações ambientais e desempenho financeiro corporativo na amostra.

A Tabela 13 possibilita uma análise setorial desta nova ponderação dos níveis de divulgação das informações de caráter ambiental.

Tabela 13: Classificação das Empresas - Níveis com Pesos Distintos - Divisão por Setor

Setor	Subsetor / Segmento	Empresa	Total
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Coelba	41
		Coelce	34
		Energias do Brasil	33
Financeiro	Intermediários Financeiros	Banco Real	27
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Ampla	27
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Light	24
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petrobras	23
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Celulose Irani	23
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Copel	22
Materiais Básicos	Papel e Celulose	VCP	21
Materiais Básicos	Petroquímicos	Suzano Petroquímica	19
Construção	Materiais de Construção	Holcim Brasil	18
Materiais Básicos	Siderurgia	Usiminas	18
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Cemig	17
Consumo Não Cíclico	Fumo	Souza Cruz	17
Financeiro	Intermediários Financeiros	Bradesco	17
Materiais Básicos	Mineração	Samarco Mineração	16
Consumo Não Cíclico	Alimentos	Bunge	16
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Aracruz	15
Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sabesp	15
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Shell Brasil	14
Consumo Cíclico	Utilidades	Philips do Brasil	14
Consumo Não Cíclico	Medicamentos	Roche Brasil	14
Consumo Não Cíclico	Bebidas	AmBev	13
Materiais Básicos	Papel e Celulose	Veracel Celulose	12
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AES Eletropaulo	12
Consumo Não Cíclico	Produtos de Uso Pessoal	Natura	11
Serviços Financeiros Diversos	Serviços Financeiros Diversos	Serasa	11
Materiais Básicos	Embalagens	Tetra Pak	10
Utilidade Pública	Gás	Copagaz	7
Intermediários Financeiros	Intermediários Financeiros	Banco Itaú	6

A liderança das empresas de energia elétrica destaca-se não só pelo fato de quatro das cinco primeiras empresas pertencerem a este subsetor, como também o de outra deste subsetor, a Light, ter passado para o sexto lugar, fazendo com que cinco das seis primeiras empresas deste ranking passassem a ser de energia elétrica. Lembrando que esta ponderação prioriza as informações monetizadas, sejam referente a investimentos, custos e despesas ou a benefícios provenientes das ações ambientais, refletindo, portanto, maior associação com o desempenho financeiro, parece clara a maior proximidade do setor com a definição de uma justificativa de negócios para as iniciativas ambientais.

A Tabela 14 apresenta a pontuação média por setor e subsetores ou segmentos na metodologia de ponderação semelhante para os níveis. O subsetor de energia elétrica possui a maior média, reafirmando sua posição de liderança, seguido dos de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, destacando-se a diferença de 3,4 pontos entre eles.

Tabela 14: Pontuação Média - Níveis com Pesos Semelhantes

Setor	Subsetor / Segmento	Pontuação Média
Utilidade Pública	Energia Elétrica	16,9
	Gás	6,0
	Água e Saneamento	10,0
	Setor	11,0
Materiais Básicos	Papel e Celulose	12,8
	Mineração	11,0
	Petroquímicos	13,0
	Embalagens	8,0
	Siderurgia	12,0
	Setor	11,4
Consumo Não Cíclico	Bebidas	9,0
	Produtos de Uso Pessoal	9,0
	Medicamentos	8,0
	Fumo	13,0
	Alimentos	11,0
	Setor	10,0
Financeiro	Intermediários Financeiros	11,0
	Serviços Financeiros Diversos	9,0
	Setor	10,0
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	13,5
Construção	Materiais de Construção	13,0
Consumo Cíclico	Utilidades	10,0

Com relação aos últimos lugares, temos os subsetores de Medicamentos e Embalagens, seguido do de Gás, sendo a diferença de 2 pontos entre eles. Já no que diz respeito à pontuação média dos setores, o primeiro lugar foi ocupado pelo setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, seguido do de Construção, lembrando que estes só possuem, respectivamente, 2 e 1 empresas na amostra, enquanto o setor de Utilidade Pública possui, ao todo, 10 empresas, sendo 8 de energia elétrica.

A Tabela 15 retrata a pontuação média por setor econômico e subsetor ou segmento, de acordo com utilização de ponderação distinta. O subsetor de energia elétrica continua liderando a classificação e, em segundo lugar, está o subsetor de Petroquímicos, com 7,3 pontos de diferença, mas que tem apenas a empresa Suzano Petroquímica na amostra.

Tabela 15: Pontuação Média - Níveis com Pesos Distintos

Setor	Subsetor / Segmento	Pontuação Média
Utilidade Pública	Energia Elétrica	26,3
	Gás	7,0
	Água e Saneamento	15,0
	Setor	16,1
Materiais Básicos	Papel e Celulose	17,8
	Mineração	16,0
	Petroquímicos	19,0
	Embalagens	10,0
	Siderurgia	18,0
	Setor	16,2
Consumo Não Cíclico	Bebidas	13,0
	Produtos de Uso Pessoal	11,0
	Medicamentos	14,0
	Fumo	17,0
	Alimentos	16,0
	Setor	14,2
Financeiro	Intermediários Financeiros	16,7
	Serviços Financeiros Diversos	11,0
	Setor	13,8
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	18,5
Construção	Materiais de Construção	18,0
Consumo Cíclico	Utilidades	14,0

O subsetor de Petróleo, Gás e Bioquímicos, que estava na segunda posição no ranking de ponderação semelhante, ficou na terceira posição na classificação utilizando a metodologia de ponderação distinta, com apenas 0,5 pontos de diferença do subsetor de Petroquímicos. Já nos últimos lugares, continuaram constando os subsetores de Gás e de Embalagens nesta nova ponderação, representados pelas empresas Copagaz e Tetra Pak, respectivamente.

Com relação aos setores, as primeiras posições continuam sendo ocupadas pelo setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, seguido do de Construção e a última pelo setor Financeiro.

Uma análise comparativa entre o número médio de páginas dos relatórios de sustentabilidade das empresas e a pontuação média atribuída às mesmas, seja utilizando a metodologia de ponderação semelhante ou distinta, pode propiciar um melhor entendimento sobre a possibilidade de existência de uma relação entre o porte dos relatórios e os níveis de associação entre ações de caráter ambiental e desempenho financeiro corporativo.

A Tabela 16 retrata esta comparação, sugerindo inexistência de relação entre o porte dos relatórios de sustentabilidade e a pontuação mediante metodologia de

pesos semelhantes ou de pesos distintos. Em outras palavras, a maior quantidade de páginas não se refletiu em melhor qualidade das informações.

Tabela 16: Número Médio de Páginas e Pontuação Média - Níveis com Pesos Semelhantes e Distintos

Setor	Subsetor / Segmento	Número Médio de Páginas	Pontuação Média Pesos Semelhantes	Pontuação Média Pesos Distintos
Utilidade Pública	Energia Elétrica	154	16,9	26,3
	Gás	114	6,0	7,0
	Água e Saneamento	175	10,0	15,0
	Setor	152	11,0	16,1
Materiais Básicos	Papel e Celulose	111	12,8	17,8
	Mineração	157	11,0	16,0
	Petroquímicos	155	13,0	19,0
	Embalagens	129	8,0	10,0
	Siderurgia	188	12,0	18,0
	Setor	134	11,4	16,2
Consumo Não Cíclico	Bebidas	115	9,0	13,0
	Produtos de Uso Pessoal	94	9,0	11,0
	Medicamentos	89	8,0	14,0
	Fumo	80	13,0	17,0
	Alimentos	73	11,0	16,0
	Setor	90	10,0	14,2
Financeiro	Intermediários Financeiros	120	11,0	16,7
	Serviços Financeiros Diversos	263	9,0	11,0
	Setor	156	10,0	13,8
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	84	13,5	18,5
Construção	Materiais de Construção	34	13,0	18,0
Consumo Cíclico	Utilidades	110	10,0	14,0

Tendo este capítulo descrito os resultados encontrados na pesquisa, o capítulo a seguir aborda as conclusões, assim como oferece sugestões para pesquisas futuras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa objetivou verificar a existência, nas informações públicas das empresas líderes em relatórios de sustentabilidade no Brasil, de uma justificativa de negócios (*business case*) para as suas ações ambientais praticadas, considerando que uma efetiva associação com o desempenho financeiro poderia embasar, de forma mais consistente, essas ações. Com o estabelecimento de um vínculo entre meio ambiente e valor, as ações ambientais passariam a ter sua importância considerada na estratégia corporativa e, por consequência, no processo de tomada de decisão dos gestores, evitando que em momentos de dificuldade econômica, as empresas optassem por reduzi-las ou abandoná-las.

Os resultados indicaram que empresas de diversos setores, selecionadas a partir do pressuposto de que empresas de destaque em publicações de relatórios de sustentabilidade apresentam maior probabilidade de identificação de uma justificativa de negócios para suas práticas ambientais, ainda pouco associam suas iniciativas ambientais com o desempenho financeiro nas informações divulgadas, seja através de relatórios de sustentabilidade ou de websites. Este relacionamento limitado entre ações ambientais e desempenho financeiro está de acordo com estudos realizados anteriormente, como o de Epstein e Roy (2003), Hess (2003), Thomas *et al* (2004), Yachin *et al* (2006), Ceres-ACCA (2007) e Wajnberg e Lemme (2009).

Dentre as empresas estudadas, cabe ressaltar a liderança das que compõem o subsetor de energia elétrica que ocupam as primeiras classificações nos rankings de associação entre desempenho ambiental e financeiro. Além disso, este subsetor se apresentou como o de maior incidência de informações de caráter monetário referentes aos benefícios provenientes de ações ambientais, embora deva ser considerado que ele era o de maior número de empresas na amostra.

No que diz respeito às fontes de dados utilizadas, duas características devem ser ressaltadas: 1) A primeira está associada ao porte dos relatórios de sustentabilidade analisados que apresentaram média de 128 páginas, chegando o maior deles a 263

páginas, além de 68% dos relatórios das empresas presentes na amostra possuírem entre 100 e 200 páginas. Isto sugere que eles devem encolher expressivamente e se concentrar na estratégia empresarial e nas questões mais relevantes, buscando sempre algum vínculo com a cadeia de valor.

2) A segunda se refere aos websites, onde se verificou que as áreas dos websites das empresas que indicavam alguma relação com ações ambientais e relações com investidores não apresentavam informações ambientais adicionais aos relatórios de sustentabilidade; somente 23% dos websites analisados apresentaram informações ambientais classificadas em um dos três níveis que não constavam nos relatórios de sustentabilidade. Este aspecto também foi citado no estudo feito por Wajnberg e Lemme (2009) sobre o setor bancário.

Apenas 5% de todas as informações ambientais categorizadas nesta pesquisa foram classificadas como monetizadas e relacionadas aos benefícios financeiros corporativos, estando, portanto, associadas a uma justificativa de negócios. Diante deste quadro, cabe questionar os motivos que podem justificar esta baixa associação com o desempenho financeiro corporativo.

Uma possibilidade, segundo Wajnberg e Lemme (2009), seria o fato de as práticas sustentáveis não serem economicamente atrativas e seus gestores as enxergarem como capazes de agregar valor à marca e à reputação da empresa, não havendo necessidade de obter retornos financeiros no curto prazo com estas iniciativas nem de divulgar informações financeiras a elas associadas. Outra explicação poderia ser que as empresas consideram estratégicas as informações sobre os benefícios financeiros provenientes das iniciativas sustentáveis e, por isso, não têm interesse em divulgá-las livremente.

Uma terceira alternativa seria considerar que as empresas ainda não conseguiram definir procedimentos e métodos que permitam quantificar financeiramente os efeitos de suas ações sustentáveis. Neste sentido, os analistas de investimento responsáveis por uma atribuição de valor às empresas podem ainda possuir dificuldade na precificação das companhias que possuem uma responsabilidade ambiental inserida em sua estratégia corporativa, o que pode indicar uma necessária preocupação com a qualificação adicional destes analistas

para que os mesmos sejam capazes de quantificar os efeitos das ações sustentáveis e precificar as empresas que as praticam. Entretanto, cabe destacar que em diversos pontos dos relatórios ou websites analisados percebeu-se que existiam inúmeras informações quantitativas expressas em natureza não-financeira, que poderiam facilmente ser transformadas em informações monetárias referentes aos benefícios decorrentes das ações ambientais, passando a estar, portanto, diretamente atreladas ao desempenho financeiro corporativo.

Exemplos destas informações são as quantidades de energia ou água economizadas, a redução no consumo de materiais utilizados na produção ou administração e a quantidade de resíduos reciclados e comercializados. Isto sugere que as empresas perdem oportunidades de divulgar informações possíveis de serem transformadas em valor, indicando que talvez não tenham como objetivo apresentar o valor monetário de suas iniciativas sustentáveis e sim aparecer como praticantes de iniciativas conhecidas como politicamente corretas, situação dificilmente sustentada em períodos de dificuldade financeira ou crise econômica.

Cabe ressaltar que esta postura de não associar práticas ambientais com o desempenho financeiro pode ser considerada de difícil sustentação no longo prazo. Segundo estudo da consultoria A. T. Kearney (MABLER et al, 2009), as empresas que não apresentam justificativas de negócios para suas práticas de sustentabilidade, que não incorporam estas práticas em sua estratégia corporativa e que defendem seu foco de sustentabilidade apenas como uma estratégia de marketing, necessitam redirecionar seus investimentos para áreas mais rentáveis, uma vez que o gasto com sustentabilidade apenas por imagem não será compensado.

Neste sentido, um dos questionamentos sugeridos ao longo do desenvolvimento desta pesquisa diz respeito ao efetivo público-alvo da divulgação das práticas corporativas sustentáveis e à dificuldade de atribuição de valor às práticas ambientais. A utilização de linguagem e informações não voltadas para os gestores de recursos e investidores profissionais impede uma clara associação entre meio ambiente e valor, dificultando uma correta alocação de recursos e a efetiva atribuição de valor adicional às empresas que praticam ações realmente diferenciadas e vinculadas à cadeia de valor e ao modelo de negócio.

Há necessidade de aprimoramento dos relatórios de sustentabilidade e dos websites, no sentido de estabelecer maior associação entre iniciativas ambientais e desempenho financeiro, apresentando uma justificativa de negócios para as práticas ambientais através de relatórios mais concisos, com informações objetivas sobre as práticas sustentáveis, direcionados também aos agentes responsáveis pela atribuição de valor às ações ambientais corporativas. Esta visão também aparece em pesquisas anteriores como as de Bezerra *et al* (2004), Carpentier, Patterson e Malthouse (2003), Reppeto e Austin (2000), Gasparino e Ribeiro (2007) e Figge *et al* (2006).

Avanços nesta direção poderiam ser obtidos com a separação entre ações voltadas para atividades-meio ou atividades-fim, além da colocação apenas das informações essenciais em reduzido número de páginas, remetendo o leitor interessado em mais detalhes para outras fontes de informação da empresa.

Por último, cabe ressaltar que é provável que a necessidade de aprimoramento na divulgação das informações ambientais se torne cada vez mais evidente. No momento de conclusão desta pesquisa, o jornal “Valor Econômico” divulgou uma matéria, em 10/julho/2009, destacando que a Fator Corretora, que acompanha 120 empresas pertencentes a 37 setores, acredita que há um movimento em direção ao descolamento dos preços das empresas voltadas para a sustentabilidade em relação às demais e, por isso, está incluindo critérios de sustentabilidade em suas avaliações de empresas que, em um primeiro momento, utilizarão os dados divulgados pelas próprias empresas analisadas. Assim, o objetivo da corretora é o de, no futuro, atribuir um prêmio ou aplicar um deságio sobre o preço das ações, o que requer um trabalho de aperfeiçoamento das informações divulgadas pelas empresas.

Diante disto, uma possível recomendação para as empresas seria designar um “redator-chefe” para seus relatórios de sustentabilidade, assegurando limitação de páginas e materialidade da informação, com clara definição do público-alvo dos relatórios.

No que diz respeito a algumas possibilidades para pesquisas futuras, este trabalho sugeriu aplicar a mesma metodologia em uma amostra com maior número

de empresas como, por exemplo, em empresas do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA, ou estudar uma nova forma de ponderação para ser integrada à metodologia utilizada. Outra alternativa seria analisar as informações públicas sobre a associação entre ações ambientais e desempenho financeiro das empresas ao longo do tempo, para determinar a evolução da conexão com o modelo de negócio e a cadeia de valor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARX, U.; ZIEGLER, A. **The Effect of CSR on Stock Performance**: New Evidence for the USA and Europe. Economics Working Paper Series. CER-ETH Zurich, Center of Economic Research at Eidgenossische Technische Hochschule Zurich. Swiss Federal Institute of Technology Zurich. Maio, 2008. Disponível em: <Social Science Research Network: < <http://ssrn.com/abstract=1102528>> Acesso em: 22/abril/2009

ASPEN INSTITUTE. **Uncovering Value**: Integrating Environmental and Financial Performance. Washington, 1998.

AZEVEDO, A.L.V. Indicadores de Sustentabilidade Empresarial no Brasil: Uma Avaliação do Relatório do CEBDS. **Revista Iberoamericana de Economia Ecológica**. [S.l.], v. 5, p.75-93, 2006.

BEETS, S.D.; SOUTHER, C. C. Corporate Environmental Reports: The Need for Standards and an Environmental Assurance Service. **Accounting Horizons**, [S.l.], v.13, n. 2, p. 129-145, Jun. 1999.

BEZERRA, R.B.; LA ROVERE, E.L.; SOUSA, D.S.; BARATA, M.M.L. Metodologia de Análise de Iniciativas de RSC: Aplicação ao Setor de Distribuição de Derivados de Petróleo. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE P&D EM PETRÓLEO E GÁS, 3., 2004, Rio de Janeiro: IBP, [Trabalhos apresentados] Disponível em: <http://www.portalabpg.org.br/PDPetro/3/trabalhos/IBP0568_05.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2009.

BREALEY, R. A.; MYERS S. C. **Principles of Corporate Finance**. Irwin McGraw-Hill, 2000, 6th ed.

BRITO, B. M. B. **A Reação do Mercado Acionário Brasileiro a Eventos Ambientais**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1987;

CAPITAL ABERTO. Por que não pegou? Relatório do WEF expõe causas do baixo interesse dos analistas sell side por investimentos socialmente responsáveis. **Revista Capital Aberto**, [S.l.], v. 18, p.47. fev. 2005.

CARPENTIER, C. L.; PATTERSON, Z.; MALTHOUSE, J. **Environmental Disclosures in Financial Statements: new developments and emerging issues.** New York: NEP FI, 2003.

CAVALCANTE, L.R.; BRUNI, A.L.; COSTA, F.J. Sustentabilidade Empresarial e Valor das Ações: Uma Análise na Bolsa de Valores de São Paulo. **RGSA - Revista de Gestão Social e Ambiental.**[S.l.], v.3, n. 1, p. 70-86. jan-abr, 2009.

CERES-ACCA. **Ceres-ACCA North American Awards for Corporate Sustainability Reporting: Report of the Judges.** 2007. Disponível em: <<http://www.ceres.org//Document.Doc?id=330>> Acesso em: 19 abr. 2009.

COHEN, M.A.; FENN, S.A.; KONAR, S. **Environmental and Financial Performance: Are They Related?** Washington. Investor Responsibility Research Center, 1997. Disponível em: <<http://sitemason.vanderbilt.edu>>. Acesso em: 19 abr 2009.

CONSELHO EMPRESARIAL PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. Disponível em: <www.bcsdportugal.org> Acesso em: 24 abr. 2009.

DELAI, I.; TAKAHASHI, S. Uma Proposta de Modelo de Referência para Mensuração da Sustentabilidade Corporativa. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, [S.l.], v. 2, n. 1, p 19–40, jan-abr, 2008.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU BRASIL. **A Cadeia da Sustentabilidade:** Uma pesquisa sobre visões e práticas de empresas brasileiras que impactam o futuro do planeta. Deloitte Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/contentcadeia%20de%20sustentabilidade2.pdf>> Acesso em: 21 abr. 2009.

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

FELDMAN, S.J.; AMEER, P.; SOYKA, P.A. **Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?** Fairfax: ICF Consulting, 1996, 23p. Disponível em: <http://www.icfi.com/Publications/doc_files/resp_pays.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2009.

FIGGE, F; HANT, T; NAPOLITANO, G. **Sustainable Value of European Industry: A Value-Based Analysis of the Environmental Performance of European Manufacturing Companies.** ADVANCE Project, 2006.

GASPARINO, M. F.; RIBEIRO, M. S. Análise de Relatórios de Sustentabilidade, com ênfase na GRI: Comparação entre empresas do setor de papel e celulose dos EUA e Brasil. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, [S.l.], v. 1, n. 1, p 102–115, jan-abr. 2007.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **Diretrizes para a Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade. 2007.** Disponível em: <http://www.globalreporting.org/NR/rdonlyres/4855C490-A872-4934-9E0B-8C2502622576/2682/G3_POPO>

A GLOBAL REPORTERS RESEARCH PUBLICATION 2008. **The Road to Credibility:** a survey of sustainability reporting in Brazil. SustainAbility Ltd., 2008. Disponível em: <http://www.sustainability.com/downloads_public/insight_reports/The_Road_to_Credibility_GR08.pdf> Acesso em: 12 abr. 2009.

HESS, H-J. **CSM/WWF Research Project:** The Business Case for Sustainability: Financial Services Report. Working paper series. Lausanne: CSM/IMD, 2003. Disponível em: <<http://www.imd.ch/research/centers/csm/upload/>> Acesso em: 19 abr. 2009.

HOLCIM BRASIL. **Relatório de Sustentabilidade Holcim 2007.** Disponível em: <<http://www.holcim.com/holcimweb/gc/BR/uploads/relatorioWeb.pdf>> Acesso em: 13 abr. 2009.

IBASE. Disponível em: <www.ibase.br> Acesso em: 24 abr. 2009.

JACOBS, B.W.; SINGHAL, V.R.; SUBRAMANIAN, R. An Empirical Investigation of Environmental Performance and the Market Value of the Firm. Disponível em **Social Science Research Network:** <<http://ssrn.com/abstract=1320721>> Acesso em: 22 abr. 2009.

KLASSEN, R. D.; MCLAUGHLIN, C. P. The Impact of Environmental Management on Firm Performance. Linticum: Institute for Operations Research and the Management Sciences, **Management Science**, [S.l.], v. 42, n. 8, 1996.

KNOX, S.; MAKLAN, S.; FRENCH, P. Corporate Social Responsibility: Exploring Stakeholder Relationships and Programme Reporting across Leading FTSE Companies. **Journal of Business Ethics**, [S.l.], v. 61, p 7–28, 2005.

KREANDER, N.; GRAY, D.M.; SINCLAIR, C.D. **Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds:** A Matched Pair Analysis. Glasgow: University of Glasgow, 2000, 35p. Disponível em: <<http://www.departments.bucknell>.

edu/management/apfa/Dundee%20Papers/42Kreander.pdf> Acesso em: 19 abr. 2009.

LINS, C; WAJNBERG, D. **Sustentabilidade Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro**. FBDS: Rio de Janeiro, Agosto 2007. Disponível em: <<http://www.fbds.org.br/IMG/pdf/doc-243.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

MABLER, D.; BARKER, J.; BELSAND, L. **Green Winners: The Performance of Sustainability-Focused Companies during the Financial Crisis**. A.T. Kearny, Chicago, 2009. Disponível em: <http://www.svtgroup.net/pdfs/Green_Winners%20AT%20Kearny.pdf> Acesso em: 21 abr. 2009.

MASULLO, D.G. **Condicionantes da Divulgação de Informações sobre Responsabilidade Ambiental nas Grandes Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Internacionalização e Setor de Atuação**. 2004. 147 f. .Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

MARREWIJK, M. V. Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. **Journal of Business Ethics**. [S.l.], v. 44, p. 95–105, 2003.

NOSSA, V. **Disclosure Ambiental: Uma Análise do Conteúdo dos Relatórios Ambientais de Empresas do Setor de Papel e Celulose em Nível Internacional**. 2002. 249 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

ONU. **Uma Leitura das Nações Unidas sobre os Desafios e Potenciais do Brasil**. Avaliação Conjunta do País. UNCT no Brasil. Agosto, 2005. Disponível em: <http://www.onu-brasil.org.br/doc/CCABrasil2005_por.pdf> Acesso em: 20 abr. 2009.

REPPETO, R.; AUSTIN, D. **Pure Profit: The Financial Implications of Environmental Performance**. Washington: World Resources Institute, 2000. Disponível em: <<http://www.socialinvest.org/pdf/research/Moskowitz/2000%20Winning%20-%20Moskowitz.pdf>> Acesso em: 19/abril/2009

SALZAMANN, O.; STEGER, U.; IONESCU-SOMERS, A. Quantifying Economic Effects of Corporate Sustainability Initiatives – Activities and Drivers. **Forum for CSM, Corporate Sustainability Management. IMD, International Institute for Management Development**. 2005. Disponível em: <http://www.imd.ch/research/publications/upload/CSM_SalzmanSteger_Ionescu_Somers_WP_2005_28_Level_1.pdf> Acesso em: 24 abr. 2009.

SANTALÓ, J.; KOCK, C. Investor's Perception of Value Creation in Environmental Strategies: The Impact of Past Environmental Performance on Future Stock Market Returns. **Instituto de Empresa**, María de Molina 12 – 4o, Madrid, Espanha, 2006.

SHELL BRASIL. **Relatório de Sustentabilidade da Shell 2007**. Disponível em: <http://www-static.shell.com/static/responsible_energy/downloads/sustainability_sustainability_report_2007.pdf> Acesso em: 13 abr. 2009.

SUSTAINABILITY, FBDS e UNEP, 2008. **Rumo à Credibilidade: Independência e Integridade do Projeto**. Disponível em: <http://www.fbds.org.br/Metodologia_Rumo_a_Credibilidade_abr09.pdf> Acesso em: 24 abr. 2009.

TETRA PAK. **Relatório de Sustentabilidade 2006 - 2007**. Disponível em: <<http://tetrapak.digitalpages.com.br/home.aspx>> Acesso em: 13 abr. 2009.

THOMAS, S.; SCHMIDT, E.; CHAKRABORTY, J. **Environmental Disclosures in the Annual Report & Accounts in the FTSE ALL-Share**. Bristol: Environmental Agency UK, 2004.

UNEP FI AUSTRALASIAN ADVISORY COMMITTEE ON INSURANCE. **Risk, the Environmental and the Role of the Insurance Industry**. EPA Victoria, Janeiro de 2003. Disponível em: <http://www.environment.gov.au/settlements/industry/publications/pubs/risk-insurance.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2009.

VALOR ECONÔMICO. **Fator passará a avaliar se empresas são sustentáveis**. Jornal Valor Econômico de 10 jul. 2009.

YACHIN & ASSOCIATES; SUSTAINABLE INVESTMENT GROUP; CORPORATE KNIGHTS. **The sdEffect: Translating Sustainable Development Into Financial Valuation Measures. A Pilot Analytical Framework**. 2006. Disponível em: <<http://www.sdeffect.com/sdEffectFeb2006.pdf>> Acesso em: 19 abr. 2009.

WAGNER, M. **A review of empirical studies concerning the relationship between environmental and economic performance**. Lüneburg: Center for Sustainability Management, 2001, 52p. Disponível em: <<http://www.sussex.ac.uk/Units/spru/mepi/outputs/Wagner.PDF>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

WAJNBERG, D.; LEMME, C.; Exame da divulgação do relacionamento entre iniciativas socioambientais e o desempenho financeiro corporativo nos bancos brasileiros. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, [S.l.], v. 3, n. 1, p 53–69, jan-abr, 2009.

WEBSITES PESQUISADOS

www.ambev.com.br/ (Acesso: 28 de maio de 2009)

www.ampla.com/ (Acesso: 01 de junho de 2009)

www.aracruz.com.br/ (Acesso: 01 de junho de 2009)

www.bancoreal.com.br/ (Acesso: 01 de junho de 2009)

www.bradesco.com.br/ (Acesso: 02 de junho de 2009)

www.bunge.com.br/ (Acesso: 02 de julho de 2009)

www.cemig.com.br/ (Acesso: 23 de junho de 2009)

www.coelba.com.br/ (Acesso: 23 de junho de 2009)

www.coelce.com.br/ (Acesso: 30 de junho de 2009)

www.copagaz.com.br/ (Acesso: 03 de julho de 2009)

www.copel.com/ (Acesso: 03 de julho de 2009)

www.eletropaulo.com.br/ (Acesso: 22 de junho de 2009)

www.energiasdobrasil.com.br/ (Acesso: 16 de junho de 2009)

www.holcim.com/BR (Acesso: 02 de junho de 2009)

www.irani.com.br/ (Acesso: 01 de junho de 2009)

www.italu.com.br/ (Acesso: 02 de julho de 2009)

www.lightrio.com.br/ (Acesso: 03 de julho de 2009)

www.natura.net/ (Acesso: 22 de junho de 2009)

www.petrobras.com.br/ (Acesso: 23 de junho de 2009)

www.philips.com.br/ (Acesso: 03 de julho de 2009)

www.roche.com.br/ (Acesso: 02 de junho de 2009)

www.sabesp.com.br/ (Acesso: 26 de junho de 2009)

www.samarco.com.br/ (Acesso: 16 de junho de 2009)

www.serasa.com.br/ (Acesso: 01 de julho de 2009)

www.shell.com.br/ (Acesso: 01 de julho de 2009)

www.souzacruz.com.br/ (Acesso: 02 de junho de 2009)

www.suzanoholding.com.br/ (Acesso: 03 de julho de 2009)

www.tetrapak.com.br/ (Acesso: 23 de junho de 2009)

www.usiminas.com.br/ (Acesso: 30 de junho de 2009)

www.vcp.com.br/ (Acesso: 05 de julho de 2009)

www.veracel.com.br/ (Acesso: 15 de junho de 2009)

APÊNDICES

Apêndice A: “Long List”

1. Acesita	27. CPFL Energia	53. Sabesp
2. AES Eletropaulo	28. CSN	54. Sadia
3. AES Tietê	29. Duratex	55. Samarco Mineração
4. AmBev	30. Elektro	56. Santander
5. Ampla	31. Eletrobras	57. Serasa
6. Aracruz	32. Embraer	58. Shell
7. Arcelor	33. Energias do Brasil	59. Souza Cruz
8. Banco Itaú	34. Eternit	60. Suzano Papel e Celulose
9. Banco Real	35. Furnas	61. Suzano Petroquímica
10. Basf	36. Gerdau	62. TAM
11. Bradesco	37. GOL	63. Telefonica
12. Bradespar	38. Grupo Estado	64. TIM
13. Brasil Telecom	39. Iochpe-Maxion	65. Toyota
14. Braskem	40. Itaipú Binacional	66. Tractebel Energia
15. Bunge	41. Itausa	67. Ultrapar
16. Camargo Corrêa	42. Klabin	68. Unibanco
17. CCR	43. Light	69. Unilever
18. Celesc	44. Natura	70. Usiminas
19. Celulose Irani	45. Oi	71. Usina São Manoel
20. Cemig	46. Pao de Açúcar	72. VCP
21. Cenibra	47. Perdigão	73. Vale
22. Coelba	48. Petrobras	74. Veracel Celulose
23. Coelce	49. Philips do Brasil	75. Vivo
24. Comgas	50. Roche Brasil	76. Wal-Mart
25. Copagaz	51. Refap	
26. Copel	52. Rio Tinto Brasil	

Apêndice B: “Short List”

1. AES Eletropaulo	15. Energias do Brasil
2. AmBev	16. Light
3. Ampla	17. Natura
4. Aracruz	18. Petrobras
5. Banco Itaú	19. Philips do Brasil
6. Banco Real	20. Roche Brasil
7. Bradesco	21. Sabesp
8. Bunge	22. Samarco Mineração
9. Celulose Irani	23. Serasa
10. Cemig	24. Souza Cruz
11. Coelba	25. Suzano Petroquímica
12. Coelce	26. Usiminas
13. Copagaz	27. VCP
14. Copel	28. Veracel Celulose

Apêndice C: Nomenclatura dos Campos dos Sites das Empresas pertencentes à Amostra que mencionam a existência de Práticas Ambientais e Relações com Investidores

Política Integrada de Meio Ambiente, Saúde e Segurança
Meio Ambiente
Valores Ambientais
Responsabilidade Ambiental
Responsabilidade Social e Ambiental
Sustentabilidade
Pacto Global
Carbono Neutro
Compromisso com o Ambiente
Preservação Ambiental
Sociedade e Meio Ambiente
Desenvolvimento Sustentável
Gestão Ambiental
Eficiência Energética
Investidores
Relações com Investidores
Acionistas