

Resumo

Este trabalho estuda a temática da responsabilidade social nas organizações e a sua passagem e concretização aos mercados de investimento financeiro através de fundos éticos. O estudo incide sobre o desempenho financeiro de 18 fundos éticos comercializados por bancos portugueses durante um período de 3 anos compreendido entre 2008 e 2010. Este desempenho é estabelecido com índices de mercado convencionais e não convencionais e é estudado recorrendo a indicadores de estatística descritiva e de desempenho. São igualmente exploradas as relações entre alguns dos indicadores e a importância dos mesmos. Na análise dos dados, apenas 4 fundos apresentaram um desempenho de rentabilidade positivo. Os resultados revelaram a existência de diferenças entre os fundos sociais e o índice de mercado convencional. No mercado ético, só 4 dos fundos apresentaram diferenças de desempenho.

Palavras Chave: Responsabilidade Social Empresarial, Fundos Éticos e Socialmente Responsáveis, Investimento Socialmente Responsável, Sustentabilidade

Classificação JEL: G11, G14, G15, M14

Abstract

Socially Responsible Investment: A Financial Tangibility

This paper studies the issue of social responsibility in organizations and their operation and implementation in investment markets through ethical investment funds. The study focuses on the financial performance of 18 ethical funds over a period of three years between 2008 and 2010 sold by Portuguese banks. This performance is established with market indexes conventional and unconventional. The results revealed the existence of differences between social funds and the rate of the conventional market. This performance is established with market indices conventional and unconventional and is studied using descriptive statistics and indicators of performance. They also explored the relationships between some of the indicators and the importance thereof. In analyzing the data, only four funds had a positive performance in profitability. The results revealed the existence of differences between social funds and the index of the conventional market. In the ethical market, only four of the funds differ in performance.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Ethical Funds and Socially Responsible, Socially Responsible Investment, Sustainability

JEL Classification: G11, G14, G15, M14

Índice

Lista de abreviaturas	VI
Introdução.....	1
Revisão Bibliográfica	4
1. Responsabilidade Social	4
2. Rumo à Normalização	16
3. Fundamentos para uma Responsabilidade Ambiental Empresarial	25
4. Sustentabilidade	27
5. Fundos de Investimento: Definição e caracterização	34
6. Fundos e Índices Éticos e Socialmente Responsáveis	39
7. Bolsa de Valores Sociais Portuguesa.....	45
8. Desempenho Social e Financeiro	48
Metodologia e Análise de Dados	53
1. Dados	53
2. Caracterização da Amostra	55
3. Estatísticas Descritivas.....	58
4. Rácios de Desempenho e Correlações	65
5. Discussão e comparação de resultados	76
Conclusão.....	80
Bibliografia	84
ANEXO I(EVOLUÇÃO DOS FUNDOS E DOS ÍNDICES DE MERCADO)	90
ANEXO II_(REGRESSÕES MSCWI).....	96
ANEXO III_(REGRESSÕES DJSWECET)	106

Índice de Figuras

FIGURA 1: Triple bottom line.....	29
FIGURA 2: Evolução dos activos intangíveis.....	29
FIGURA 3: Evolução semanal do fundo FLEGNRE e dos índices MSCWI e DJSWECET.....	60
FIGURA 4: Evolução semanal do fundo PFLCLNR e dos índices MSCWI e DJSWECET.....	60
FIGURA 5: Evolução semanal do fundo MERNEWA e dos índices MSCIWI e DJSWECET...	61
FIGURA 6: Evolução semanal do fundo UBSGI89 e dos índices MSCIWI e DJSWECET.....	61
FIGURA 7: Média semanal.....	63
FIGURA 8: Risco semanal.....	64

Índice de Tabelas

TABELA 1: Medidas críticas de RS.....	14
TABELA 2: Lista de bancos portugueses.....	53
TABELA 3: Critérios de screening.....	54
TABELA 4: Caracterização dos fundos.....	57
TABELA 5: Estatística descritiva da rentabilidade dos fundos.....	62
TABELA 6: Correlação entre os fundos e os índices MSCIWI e DJSWECET.....	65
TABELA 7: Rácios de desempenho tendo por comparação o índice de mercado MSCWI.....	68
TABELA 8: Rácios de desempenho tendo por comparação o índice de mercado DJSWECET....	72
TABELA 9: Ordenação dos fundos de acordo com as medidas no índice MSCIWI.....	73
TABELA 10: Ordenação dos fundos de acordo com as medidas no índice DJSWECET.....	74
TABELA 11: Correlação entre medidas de desempenho com base no índice MSCWI.....	75
TABELA 12: Correlação entre medidas de desempenho com base no índice DJSWECET...	75

Lista de Abreviaturas

AMGEDEH	Threadneedle (Lux) Global Energy Equities
BGWEA2H	Blackrock World Energy Fund
BVS	Bolsa de Valores Sociais
CAFAGAC	Amundi Funds Aqua Global Se - C
CIMCCEQ	Dws Invest Climate Change Nc
CMVM	Comissão Mercado de Valores Mobiliários
DFC	Desempenho Financeiro Corporativo
DJSI	Dow Jones Sustainability Index
DJSWEI	Dow Jones Sustainability World Enlarged Index
DSC	Desempenho Social Corporativo
DSI	Domini Social Index
DWSCLFC	Dws Invest Clean Tech Nc
DWSSLLC	Dws Invest Responsibility Nc
ESAF	Espírito Santo Ativos Financeiros
EURESPC	European Responsible Fund
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIM	Fundo de Investimento Mobiliário
FLEGNRE	JPMorgan Global Natural Resource
FORESPC	BNP Paribas L1 Green Future N Acc
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GRI	Global Reporting Initiative
HVJX	Dws Invest New Resources Nc
HYPECOT	Pioneer Funds Global Ecology C Eur Non-Distributing
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISIN	International Securities Identification Number
ISR	Investimento Socialmente Responsável
JPMGNDC	Jpmorgan Global Natural Resources Fund (Usd)
MERNEWA	Blackrock Global Funds - New Energy E2 Eur
MSCIWI	Morgan Stanley Capital International World Index
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
ONG	Organizações Não Governamentais
PAESSCC	Parvest Sustainable Bond Euro Corporate N 1

PBFC	Pictet-European Sustain Equities-R Eur
PFLCLNR	Pictet-Clean Energy-R Eur
PICWARA	Pictet-water-r eur
RAC	Responsabilidade Ambiental Empresarial
RS	Responsabilidade Social
RSC	Responsabilidade Social Empresarial
S&P	Standard & Poor's
SAM	Sustainable Asset Management
SCHGLB1	Schroder Isf Global Energy
SPSS	Statistical Package for Social Sciences
SRG	Sustainability Reporting Guidelines
SRI	Socially Responsible Investment
UBSGI88	UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators (Eur) P
UP	Unidades de Participação

Introdução

A responsabilidade social no âmbito empresarial tem conhecido notoriedade internacional nos últimos anos. As organizações têm adotado este conceito sob as mais diversas formas, sendo os comportamentos ambientais a mais notória. Estas práticas sociais empresariais, constituem-se cada vez mais como um bem intangível no conjunto de ativos da empresa, despertando o interesse dos investidores e a sua consciência social de investimento. As políticas empresariais de responsabilidade social têm sido objeto de atenção pelos mercados e pelas instituições financeiras que têm construído produtos financeiros alicerçados naquelas práticas. Os gestores de ativos constituem *portfolios* que agrupam corporações socialmente responsáveis, sob a forma de fundos, designando-se a procura deste tipo de ativos por Investimento Socialmente Responsável (ISR). Nos Estados Unidos existiam em 1995, 55 fundos relacionados com Investimento Socialmente Responsável com 12 biliões de dólares de ativos sob gestão. Em 2010, o nº de fundos aumentou para 250, sendo o montante gerido de 316.1 biliões de dólares.

A nível europeu, esta tem sido uma das áreas de investimento de maior crescimento, mesmo tendo os primeiros fundos sido estabelecidos, na Suécia em 1965 e em 1982 no Reino Unido (Kreander, Gray, Power e Sinclair, 2002). O mercado ISR passou de 1 trilião de Euros em 2005 para 1,6 triliões em 2007.

Existem vários estudos sobre o desempenho dos fundos éticos ao nível europeu Kreander et al. (2002, 2005), Cortez, Silva e Areal (2008), sobre o mercado brasileiro (Rezende ,2005), Canadá (Bauer, Derwall e Otten, 2007) entre outros. Em Portugal não existem fundos éticos portugueses mas sim várias empresas com políticas de responsabilidade social. O mercado do investimento socialmente responsável é inexistente quer em termos de produtos financeiros de origem portuguesa, quer no âmbito de um índice de mercado de empresas socialmente responsáveis. De facto, o único fundo com intervenção portuguesa é o European Responsible Fund gerido por um gestor português e pertencente à ESAF, sociedade gestora de participações do Grupo Espírito Santo. As crises dos mercados financeiros conduziram muitos investidores a procurarem outro tipo de activos para as suas aplicações. Os fundos permitem diluir o risco de investimento em acções e os fundos sociais contituem uma

alternativa viável. Uma pesquisa pelos bancos portugueses revela um panorama de reduzida vitalidade no que concerne à comercialização de fundos éticos.

Este trabalho procura analisar o desempenho dos fundos de investimento socialmente responsáveis comercializados por bancos portugueses entre 2008 e 2010, comparando-os com o mercado de investimento convencional e o mercado socialmente responsável. Assim as hipóteses a estudar são:

H0: Não existem diferenças de desempenho entre os fundos de investimento socialmente responsável, comercializados em Portugal, e o mercado financeiro social e convencional.

H1: Os fundos de investimento socialmente responsável comercializados em Portugal apresentam diferenças significativas no seu desempenho quando comparados com o mercado financeiro social e convencional.

O presente trabalho procura estudar e identificar os fundos ISR comercializados por instituições bancárias portuguesas e analisar o seu desempenho, comparando-os com índices de mercado convencional e social. O trabalho inicia com uma abordagem ao domínio do ISR que será analisado sob várias formas. O estudo começa por definir Responsabilidade Social (RS), a sua extensão às corporações (Responsabilidade Social Empresarial) (RSE) e identifica a sua génese assim como delimita as fronteiras. A evolução e o crescimento das condutas e práticas sociais nas empresas e a necessidade de conferir solidez e mensurabilidade às mesmas conduziu à parametrização, o que tem fomentado o desenvolvimento de instrumentos de apoio à normalização e implementação da RSC e de práticas de sustentabilidade nas suas várias vertentes (SA8000, ISO 26000, Global Reporting Initiative). É feita, igualmente, uma abordagem à amplitude do conceito RSC como englobador do ambiente, podendo assim falar-se de uma Responsabilidade Ambiental Empresarial (RAE). Dado que as empresas devem ter como objetivo a sustentabilidade, a mesma é analisada através do modelo *Triple Bottom Line* nas dimensões económica, ambiental e social. Os fundos como forma de investimento são definidos e caracterizados neste trabalho num âmbito geral, assim como a sua extensão aos fundos éticos. De seguida, são abordados alguns índices de mercado social, resultado da amplitude alcançada por estas temáticas sociais empresariais. É, igualmente, abordada a existência e funcionamento da Bolsa de Valores Sociais portuguesa. A Revisão de

Bibliografia finaliza com a análise da relação entre o desempenho social e o desempenho financeiro.

No capítulo da Metodologia, são apresentadas as fontes de pesquisa dos dados do trabalho, mais concretamente o *site* dos bancos e dos respetivos fundos. As sucessões cronológicas das cotações dos ativos são obtidas, recorrendo-se à base de dados *Datastream*. As principais medidas de desempenho serão analisadas, assim como os rácios de performance referentes ao comportamento dos fundos quando comparados com os *benchmarks* sociais e convencionais.

Na Discussão dos Resultados e Conclusão, verifica-se que a média de rentabilidade dos fundos de investimento socialmente responsáveis não foi positiva. Ao longo dos 3 anos, apenas 5 fundos apresentaram uma média semanal positiva. Os respetivos *benchmarks* social e não social, apresentaram resultados negativos neste período. Os fundos apresentaram correlações mais fortes com o índice de mercado social em comparação com o índice não social. Verificou-se a existência de diferenças de desempenho entre 18 fundos e o índice de mercado convencional. Na comparação com o mercado social, constatou-se que o investimento em 4 dos fundos sociais não foi o mesmo doutros fundos não sociais. Nos restantes 14, os investidores não devem esperar diferenças.

A conjuntura económica mundial marcada pela crise é vigente na generalidade dos resultados apresentados pelos ativos, ressaltando naqueles com maior exposição a determinados sectores da economia.

Revisão Bibliográfica

1. Responsabilidade Social

Segundo o Livro Verde da Comissão Europeia (2001), o conceito de responsabilidade social nas empresas tem por base uma iniciativa voluntária com vista à contribuição para uma sociedade mais justa e para um ambiente mais limpo. A adoção de políticas de responsabilidade social ao nível empresarial tem como fundamento:

- a) A adoção de preocupações e expectativas por parte dos cidadãos, consumidores, autoridades públicas e investidores num contexto de globalização;
- b) Critérios sociais que possuem uma influência crescente nas decisões individuais e institucionais de investimento e na qualidade de consumidores e investidores;
- c) A preocupação face aos danos que a atividade económica possa provocar no meio ambiente;
- d) A transparência gerada nas atividades empresariais pelos meios de comunicação social e pelas modernas tecnologias da informação e da comunicação.

De facto, a maioria das definições descreve a responsabilidade social das empresas como a integração voluntária de preocupações sociais e ambientais nas suas operações e na interação com as outras partes.

Nesta definição de responsabilidade social organizacional, adquire especial relevância o conceito de empresa, na medida em que o mesmo contempla:

1. Pessoas: trabalhadores, accionistas, fornecedores, colaboradores, clientes, concorrentes e agentes públicos;
2. Contexto: a empresa desenvolve a sua actividade económica numa determinada área geográfica, dentro de um contexto económico, social e político (Estallo et al., 2007).

Com base nestes dois pontos, é legítimo afirmar que os gestores de topo devem agir no sentido de satisfazer os interesses dos accionistas, focando-se primariamente na maximização dos lucros, o que origina dois antagonismos:

- a) De modo a alcançar-se o lucro, todas as pessoas referidas anteriormente devem desenvolver a sua actividade de modo cooperativo num determinado espaço independentemente do seu tamanho. Se esta cooperação não estiver presente será difícil alcançar uma vantagem competitiva assim como um lucro sustentável.
- b) O lucro máximo é um conceito matemático. A fórmula apenas mede quantitativamente o valor alcançado. O corte de salários, a diminuição de despesas com salários, a formação, permitem obter um lucro maior mas na realidade o desempenho empresarial pode não ser o melhor (Estallo et al., 2007).

Estes pontos conduzem-nos à perspectiva da economia clássica defendida por Friedman (1985), vencedor do Prémio Nobel da Economia em 1976, onde a única responsabilidade social da empresa é a de gerar lucros e riqueza para os seus acionistas, pelo que tudo o que não for referente ao desempenho económico da empresa enfraquecerá a empresa e o sistema capitalista (Rezende, 2005). As ideias de Friedman têm como precursor Levitt (citado em Branco & Rodrigues, 2007) que acreditava igualmente que as empresas deveriam preocupar-se em aumentar a produtividade e os lucros, pautando-se pela honestidade e pela boa fé e que os problemas sociais deveriam ser deixados para o Estado.

As acções dos gestores, para o vencedor do Nobel, devem ser guiadas apenas por directivas legais: as regras económicas (Falck e Heblich, 2007). A única responsabilidade da empresa é utilizar os seus meios para se envolver em actividades para aumentar os lucros, sem comprometer os princípios éticos. Como os gestores são agentes dos accionistas, têm a responsabilidade de conduzir eticamente o negócio de acordo com os seus interesses (Branco e Rodrigues, 2007).

Friedman rejeita, assim, qualquer papel de compromisso social por parte das organizações (Falck e Heblich, 2007). Quando questionado se a empresa deve ter responsabilidade social, Friedman (1985 como citado em Rezende, 2005, p.4) refere: *“Não. Deve gerar lucro. Se os proprietários quiserem usar os activos para dar resposta aos seus valores de responsabilidade social, o mesmo pode ser feito, pois estarão gastando o seu dinheiro”*. Num outro plano, se os gestores pretenderem trabalhar no desempenho social, devem-no fazer particularmente e com o seu capital

e não como agentes dos accionistas ou com o seu capital (Falck e Hebllich, 2007). Friedman (1985 como citado em Rezende, 2005, p.4) sustenta a sua argumentação referindo que *“pode ser vantajoso para uma empresa chamar responsabilidade social a uma acção que de facto visa beneficiar a própria empresa. Este autor afirma que há mais marketing que substância na onda social das empresas”*. Mesmo quando não existem custos de agência, o gestor estará a gastar o seu dinheiro, podendo estar a alocar custos adicionais aos stakeholders (Rezende, 2005).

Numa outra perspetiva, a prática de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) pode ser vista como um investimento no futuro da empresa. Para tal, deve ser planeada especificamente, supervisionada cuidadosamente e avaliada regularmente. É uma forma de contribuir para a ordem básica da sociedade e conseqüentemente aumentar a reputação da empresa. Na ótica do fornecedor, uma boa reputação é necessária para atrair, reter e motivar trabalhadores de qualidade. Numa perspetiva de cliente, uma boa reputação aumenta o valor da marca, o que aumenta o seu *goodwill* (Falck e Hebllich, 2007), isto apesar dos estudos terem sido inconclusivos sobre o efeito da reputação social de uma empresa na procura dos produtos por parte dos consumidores e das suas ações no mercado financeiro (Porter e Kramer, 2006).

Existe uma pressão sobre as empresas multinacionais para se tornarem socialmente responsáveis. A pressão é exercida pelos consumidores, trabalhadores, fornecedores, comunidade, governo e Organizações Não Governamentais (ONG). Este envolvimento na responsabilidade social empresarial contempla variáveis de diversa índole, podendo incluir características sociais, componentes nos produtos ou processos de produção (e.g. produzir produtos com aerossóis sem a utilização de fluorcarbonetos, utilizar tecnologia mais ecológica), procurar maiores níveis de desempenho tecnológico através da reciclagem ou redução da poluição (adotar políticas no sentido da redução de emissões) ou através do apoio a organizações locais ou ONG's (Greenpeace) (Paul e Siegel, 2006).

O conceito de Responsabilidade Social Empresarial, foi primeiramente utilizado por Bowen (1953 como citado em Falck e Hebllich, 2007, p.248) ao afirmar que *“é dever dos homens de negócios perseguirem políticas, tomarem decisões ou seguirem linhas de acção que sejam desejáveis em termos de objectivos e valores da sociedade”*.

Davis (1953 como citado em Falck e Heblich, 2007, p.249), expandiu o conceito às instituições e conseqüentemente às empresas, o que fez com que o termo “homens de negócios” deixasse de implicar unicamente o proprietário de uma organização e passasse a contemplar o seu gestor e uma figura que assumisse ambos os papeis.

A RSC tem por base as acções por parte de uma empresa que impulsionam a promoção de um bem social para além dos interesses imediatos da empresa ou dos stakeholders e que pretende exceder os requisitos legais. As actividades de RSC de uma empresa são aquelas que excedem o compromisso com a regulamentação social ou ambiental, demonstrando que estão na consecução de um objectivo social (Paul e Siegel, 2006). Numa melhor operacionalização do conceito, o World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), define a RSC como o compromisso que a empresa deve ter numa contribuição para um desenvolvimento económico sustentável, trabalhando com os empregados, as suas famílias, a comunidade local e em geral com a sociedade com o objectivo de melhorar a qualidade de vida.

Está-se, assim, perante uma assunção de direitos e obrigações inerentes às actividades económicas, políticas e sociais desenvolvidas pelas organizações, o que permite a criação e desenvolvimento de valores como a protecção, a sustentabilidade e o compromisso de agir de forma responsável e económica no que se refere ao ambiente. A RSC implica, assim, um investimento no capital humano, no ambiente, nas relações com outras partes interessadas e nas comunidades locais.

Os proponentes da RSC apontam 4 argumentos basilares que as organizações devem ter na sua adoção:

- a) Obrigação moral - as empresas têm o dever de ser boas cidadãs e de fazer o que está correto. Este é o objetivo da *Business for Social Responsibility*, a associação de RSC não lucrativa, líder nos EUA. Esta organização solicita aos seus membros que alcancem o sucesso comercial de forma a honrar os valores éticos, respeitando em simultâneo as pessoas, comunidades e o meio natural;
- b) Sustentabilidade - está relacionada com o compromisso ambiental e comunitário. A melhor definição do conceito foi dada pelo primeiro ministro norueguês Gro Harlem Brundtland “*corresponder às necessidades do presente*

sem comprometer a capacidade das gerações futura corresponderem às suas necessidades “ (1980, como citado em Porter e Kramer, 2006, p.3);

- c) Licença para operar - deriva do facto de qualquer empresa necessitar de um consentimento implícito ou explícito dos seus stakeholders para desenvolver o seu negócio;
- d) Reputação - por vezes a reputação é utilizada por muitas empresas para justificar as iniciativas RSC com o argumento de que melhorará a imagem da organização, fortalecerá a marca, aumentará a moral e potenciará a valorização das ações da companhia (Porter e Kramer, 2006).

Para o Livro Verde da Comissão das Comunidades Europeias (2001), a responsabilidade social das empresas tem um impacto económico com efeitos diretos e indiretos. Este documento, refere como resultados positivos diretos a existência de um melhor ambiente de trabalho, aliado ao maior empenho e produtividade dos trabalhadores e à utilização mais eficaz dos recursos naturais. Como efeitos indiretos, destaca a crescente atenção dos consumidores e dos investidores a este tipo de políticas empresariais, o que poderá aumentar as oportunidades de mercado.

No entanto, muitas empresas adoptaram políticas de RSC involuntariamente e só após terem sido pressionadas pelo público, dado que até essa altura não pensaram ser algo da sua responsabilidade. Exemplo disso foi a Nike que foi alvo de um boicote no início da década de 90, por parte dos consumidores após o *New York Times* ter reportado práticas de trabalho abusivas por parte de fornecedores indonésios. A publicidade internacional negativa, também, atingiu a Shell quando a Greenpeace, em 1995, protestou sobre a tomada de decisão de afundar no Mar do Norte um equipamento de óleo obsoleto e das conseqüentes repercussões ambientais (Porter e Kramer, 2006). De qualquer modo, a adoção de políticas de responsabilidade social poderá ter subjacentes benefícios, como uma maior projeção e notoriedade da empresa, a possibilidade de cobrar um valor superior por determinado produto ou servir de argumento para recrutar e reter os melhores trabalhadores (Paul e Siegel, 2006).

Neste último ponto, também, o Livro Verde da Comissão das Comunidades Europeias (2001), refere que em contexto organizacional, as práticas responsáveis incidem mais na área dos recursos humanos e em adição na área ambiental. Na área dos recursos

humanos, este documento avança com a importância que as empresas devem dar à atração de quadros qualificados, fidelizando-os através de políticas de formação, permitindo estabelecer o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional, promovendo a igualdade em termos de remuneração, garantindo a participação nos lucros da empresa e assegurando a estabilidade nos postos de trabalho (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). Também nesta área, a Responsabilidade Social Empresarial, adquire várias facetas, nomeadamente, com práticas de recrutamento não-discriminatórias, ao não efetuar uma distinção em função da etnia, idade, sexo, desempregados de longa duração e pessoas em situação de desvantagem no mercado de trabalho. Estas ações são fundamentais para a consecução dos objetivos fixados pela Estratégia Europeia de Emprego – a redução do desemprego, o aumento da taxa de emprego e a luta contra a exclusão social (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

Actualmente, a RSC apresenta-se como um atributo no e para o futuro da gestão. Esta longevidade deve-se, principalmente, a 3 factores:

1. A emergência de 3 zonas de influência económica: EUA, União Europeia e Sudoeste Asiático, incluindo China e Índia, onde está criado um certo fenómeno social.
2. Existe um grande desenvolvimento de leis nos países desenvolvidos, o que significa que existe um longo caminho a percorrer no que concerne à definição de um critério universal acerca da RSC e mais concretamente de um modelo de aceitação geral.
3. As grandes empresas têm aumentado o número de códigos de ética e de informação acerca da RSC. De facto, os códigos de conduta são cada vez mais adotados pelas organizações, passando a incluir as condições de trabalho, os direitos humanos e as políticas ambientais. A existência destes códigos, em parte por pressão das ONG's e das associações de consumidores, desempenham um papel fundamental, pois ao terem como destinatários os fornecedores e as empresas subcontratadas, melhoram a imagem da empresa e sugestionam uma imagem positiva junto dos consumidores. Em Portugal, o Grupo Auchan, atuou a montante ao assinar códigos de Ética Comercial com os fornecedores o que pressupôs o cumprimento da norma SA 8000, verificando-se que 1700 fornecedores haviam assinado este código.

A adoção de códigos de ética, deve ser considerada com base numa posição de complementaridade ou solidificação de normas empresariais, não isentando a empresa do cumprimento do quadro legal e normativo existente quer ao nível nacional quer internacional. À luz destes códigos, os fornecedores de mão-de-obra para empresas multinacionais, deverão partilhar e uniformizar critérios como remunerações, nº de horas de trabalho e outras condições sociais. Nesta estratégia, a Confederação das Industrias Dinamarquesas sugeriu às empresas que alcançassem o mesmo nível de responsabilidade social nos países de acolhimento que aqueles utilizados no seu país de origem. Documentos como a Declaração sobre Princípios e Direitos Fundamentais do Trabalho - 1998 da OIT (Organização Internacional de Trabalho) e *Guidelines for Multinational Enterprises* são orientadores no caminho a adotar por parte das empresas (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). A normalização de códigos de conduta voluntários, com base num código de conduta europeu, foi aprovada pelo Parlamento Europeu em Janeiro de 1999 no documento “Normas da UE para as empresas europeias que operam nos países em desenvolvimento” (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

Existem benefícios em enveredar por corporações socialmente responsáveis que são enfatizados por Estallo et al. (2007). Para os autores:

1. O comportamento socialmente responsável a longo prazo poderá trazer para as empresas maiores lucros, tornando-se uma vantagem competitiva.
2. Existem problemas decorrentes de comportamentos ilegais. As empresas com este tipo de comportamentos serão penalizadas. As tecnologias da informação, como poderosos instrumentos na divulgação de informação junto do mercado de stakeholders, exercem a sua influência e têm o poder de levar as empresas a determinar a aplicação das práticas de RSC (Estallo et al., 2007).

A RSC apresenta uma componente externa ao envolver todos aqueles que se relacionam com a empresa e desenvolvem a sua atividade no meio envolvente da comunidade local e do seu ambiente. Existe, assim, uma interdependência entre a empresa e o meio onde está inserida. É, por exemplo, nesta envolvente que são recrutados os trabalhadores já que apresentam uma disponibilidade de competências local, integrando, deste modo, um ciclo onde são, igualmente, recolhidos os clientes.

Assim, a imagem da empresa na sua zona de atuação é o resultado das suas práticas como agente empregador e produtor, o que por sua vez é determinante na competitividade. Deste modo, os outputs produzidos em termos de ruído, poluição, contaminação dos solos são controlados pelas empresas e acabam por implicar o seu compromisso ambiental com a comunidade (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). Também, o processo de escolha de fornecedores possui critérios com base na responsabilidade social através das políticas que estes adotam, reduzindo a importância de uma proposta economicamente mais favorável. Não obstante, as empresas são obrigadas a observar as diretivas nacionais da UE em termos de concorrência. A relação com o cliente através da preocupação e antecipação das suas necessidades, e de uma resposta através de produtos e serviços de qualidade superior são, segundo o Livro Verde, um fator importante na construção de relações duradouras. Um design universal na construção dos produtos e serviços, permitindo a sua utilização por consumidores com deficiência é um exemplo de RS das empresas (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

A contratação de entidades externas para o desempenho de funções (*outsourcing*, trabalho temporário, prestação de serviços) tem implicações para as empresas na medida em que implica exigências ao nível das condições de saúde e segurança dos trabalhadores contratados (mesmo indiretamente), especialmente em instalações próprias. A promoção da saúde e da segurança tem sido intensificada pelas empresas na aquisição de produtos e serviços. Esta prática origina uma cultura da prevenção na medida em que coresponsabiliza e envolve os fornecedores nas práticas de saúde e segurança no trabalho. Também, os programas de certificação passaram a incluir nos seus requisitos o cumprimento das regras de Segurança e Higiene no trabalho (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

Com base nas preocupações sociais e ambientais que surgiram em 1960 e 1970, o governo americano emitiu legislação como forma de resposta. Esta legislação incidia sobre a poluição e o controle de desperdícios, local de trabalho e a proteção do consumidor. No entanto, a obrigação de corresponderem aos requisitos, definidos pelo Estado e pelos governos federais, não obrigou as empresas a apresentarem qualquer tipo de relatório (*report*) para o público. O conceito de *report*, apenas, adquiriu protagonismo nos anos 90, quando as empresas utilizaram os relatórios

sobre RSC para controlar prejuízos. A Exxon-Mobil, utilizou o relatório em RSC após o derrame de óleo de Valdez; a Nike utilizou-o após acusações de violação das normas de trabalho infantil no Sudeste Asiático. Não obstante, este tipo de relatórios apresentava um problema: uma vez que não possuíam medidas de comparação nem de uniformização dos parâmetros, os mesmos podiam representar campanhas de marketing distorcidas (Tschopp, 2005).

Em 2005, o relatório sobre RSC constituía um ato voluntário nos EUA. Contudo, o número de empresas que divulgava essa informação, por exigência dos seus acionistas, era cada vez maior, fenómeno devido ao facto do Investimento Socialmente Responsável (ISR) constituir um dos segmentos do mercado financeiro com maior crescimento, representando 10% do investimento total efetuado. As empresas americanas foram no entanto lentas na implementação dos parâmetros de relatório internacional. Assim das 226 empresas certificadas através da norma SA8000, apenas 2 (1%) se encontravam nos EUA e 53 (23%) na UE. Os relatórios realizados de acordo com as linhas directivas da Global Reporting Initiative eram de 33 (20%) americanas e 91 (55%) europeias e a ISO 14001 era adotada por 2400 (5%) das empresas dos EUA face a 1998 (43%) europeias (Tschopp, 2005).

Tschopp (2005), justificou este comportamento das empresas americanas reportarem informação voluntariamente sobre RSC, como a melhor opção a seguir, face a uma sobrecarga de regulamentação que poderia advir, caso não o fizessem e que teria um impacto negativo nos mercados financeiros. Por outro lado, o argumento americano é de que não faz sentido implementar uma regulamentação, a não ser que fosse a nível global. Como líder económico os EUA, poderiam ter imposto um precedente mas em vez disso ficaram para trás face a muitos países europeus. Nesse sentido, a Comissão Europeia requereu que todas as empresas públicas da União Europeia adotassem as Normas Internacionais de Contabilidade em 2005. Esta parametrização foi um passo que permitiu aumentar a consistência e comparabilidade do relatório financeiro entre países, o que teve um impacto positivo no relatório social e ambiental (Tschopp, 2005).

Apesar do relatório na UE ser voluntário, determinados países adotaram uma atitude mais proactiva nesse sentido. A França em 2000, foi o primeiro país a nível mundial a

requerer às empresas públicas a emissão de relatórios de RSC. Outros países como a Itália, Alemanha, Suécia e o Reino Unido adotaram medidas no mesmo sentido. Em 2005, das 226 empresas certificadas pela SA8000, a Itália tinha 36, o Reino Unido 3, enquanto os Estados Unidos apenas tinham 2. Nas 164 empresas que preparavam relatórios de acordo com os parâmetros da Global Reporting Initiative (GRI), o Reino Unido tinha 28, a Alemanha 11, a Suécia 12 e os EUA 33. Nas 46836 empresas que adotaram a implementação da ISO 14001, 3700 eram alemãs, 2917 britânicas, 730 suecas e apenas 2400 americanas. Esta adesão europeia, de acordo com Tschopp (2005) deve-se ao facto da atmosfera geopolítica na Europa ser mais propícia a uma maior focalização nas preocupações sociais e ambientais, o que não é feito por um governo de uma sociedade fortemente capitalista como é o caso da americana.

Estallo et al. (2007), propõem um sistema, onde as empresas não devem estender o âmbito da RSC além das suas competências mas definir claramente o seu âmbito (vide tabela 1).

Reponsabilidade social da empresa	Medida critica de responsabilidade
Accionistas	Remuneração justa
Estado	Cumprir a lei
Clientes	Sinceridade
Cooperantes	Honestidade
Concorrentes	Respeito pelas regras da competitividade
Ambiente	Sustentabilidade
Colaboradores	Respeitar a dignidade humana
Fornecedores	Não os prejudicar

Fonte: Estallo et al. (2007)

Tabela 1: Medidas Criticas de RS

De acordo com Estallo et al. (2007) a limitação destas práticas tem por fim a delimitação e imiscuidade dos poderes públicos que devem ser concentrados em:

1. Promover e garantir a saúde, educação e serviços de segurança social.
2. Estabelecer políticas claras, evitando o intervencionismo de modo a favorecer o desenvolvimento social das empresas.
3. Promover o desenvolvimento social da sociedade;
4. Garantir a liberdade de expressão assim como a sua manifestação.
5. Promover a divulgação de informação.
6. Providenciar as infraestrutuas de suporte base ao desenvolvimento de uma sociedade de conhecimento.

Cada empresa, por sua vez, deve identificar o tipo de problemas sociais que está mais apta a dar resposta e assim ganhar um maior benefício competitivo (Porter e Kramer, 2006).

Esta distinção é importante, pois a responsabilidade social tem uma dimensão em termos de direitos humanos, especialmente em operações internacionais e cadeias de produção globais. A separação entre as tarefas que são da sua responsabilidade e aquelas que são dos governos não é linear, atendendo a que poderão funcionar em países onde os direitos humanos não são respeitados ou onde não existe respeito por parte dos parceiros de negócio. O cumprimento das normas laborais, a proteção ambiental e o zelo pelos direitos humanos devem ser assegurados pelos acordos estabelecidos no seio da UE, sem comprometer as políticas de desenvolvimento e as

estratégias comerciais do sector privado nos países em vias de desenvolvimento (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). Esforços para encontrar um valor comum nas práticas operacionais e nas dimensões sociais numa conjuntura competitiva possuem o potencial de não só de promover o desenvolvimento social e económico mas também de alterar a forma como a sociedade e as empresas pensam acerca de cada uma (Porter e Kramer, 2006).

Neste capítulo definiu-se o conceito e o âmbito da Responsabilidade Social e a sua extensão às empresas. Foi abordada, de igual modo, a perspetiva da economia clássica de Friedman e do sentido que esta apresenta da responsabilidade social ser independente das empresas. Procurou-se, igualmente, compreender a amplitude das políticas sociais empresariais e os benefícios de adoção das mesmas. A bibliografia existente sobre a temática, permitiu estabelecer a génese da Responsabilidade Social Empresarial e fundamentar as razões que devem estar na base da adoção de políticas empresariais responsáveis. A delimitação das fronteiras assim como do papel dos seus intervenientes também foi exposta.

2. Rumo à Normalização

A um nível global as empresas apercebem-se que os seus investidores não estão apenas interessados no desempenho financeiro. Neste âmbito, surgiu a necessidade de desenvolver um relatório de RSC ou *Triple Bottom Line* que reporta sobre questões ambientais, sociais e económicas. Separado do relatório anual, o relatório de RSC focaliza-se no desempenho da empresa em matérias de poluição, saúde e segurança, direitos humanos, trabalho infantil e outros assuntos sociais e ambientais (Tschopp, 2005).

A razão principal para a existência de relatórios RSC é a de dar aos investidores a informação que necessitam para a tomada de decisão, o que com o crescimento dos fundos sociais e ambientais é de fácil compreensão. Muitas organizações apresentam voluntariamente esta informação, no seu relatório anual ou num documento separado. Empresas de indústrias como a energia, silvicultura e manufatura utilizam técnicas semelhantes de relatório de modo a responder aos seus críticos. O problema que se coloca é que sem parâmetros ou diretivas para a elaboração destes documentos, os mesmos não passam de estratégias de marketing por parte das empresas. Assim e porque parecem existir preocupações de que os relatórios das empresas, não parametrizados, não fornecem a segurança de um documento internacionalmente aceite, foram criadas algumas normas:

1. AA 1000 - lançada em 25 de Março de 2003, pelo *Institute of Social and Ethical Accountability* (ISEA), foi a primeira norma de garantia mundial desenvolvida para assegurar a credibilidade e qualidade dos relatórios de uma organização pública sobre desempenho económico, social e ambiental.
2. *Global Reporting Initiative* (GRI) é um modelo de *report* que foi desenvolvido pelas Nações Unidas com o objetivo de uniformizar os procedimentos de relatório sobre sustentabilidade. Foi criado em 1997 pelo *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES), um grupo sediado em Boston que visa levar as empresas a adotar práticas ambientais. Esta iniciativa será abordada em detalhe mais diante.
3. SA8000 - a norma SA8000 foi desenvolvida pelo *Council on Economic Priorities Accreditation Agency* e baseia-se nos princípios normativos internacionais descritos pela Organização Internacional do Trabalho (OIT),

as convenções das Nações Unidas dos Direitos Infantis na Declaração Universal dos Direitos Humanos. A sua função é a de avaliar as práticas organizacionais no que se refere a questões como o trabalho infantil, higiene e segurança, práticas disciplinares entre outros.

4. ISO 14001 – esta norma especifica os requerimentos para estabelecer uma política ambiental, estabelecendo aspetos ambientais e o impacto de atividades/produtos, planeamento de objetivos ambientais e medição de metas, implementação e operacionalização de programas para atingir objetivos, fiscalização e medidas corretivas e exame da gestão da empresa (Tschopp, 2005).
5. Em Novembro de 2010 foi lançada a ISO 26000. Esta é uma ISO internacional que fornece orientações sobre responsabilidade social que será aprofundada mais à frente.

De seguida passam a analisar-se algumas destas normas com maior detalhe. A Norma Social SA8000, está especificamente relacionada com a Responsabilidade Social, pelo que merece uma análise mais detalhada. Os principais pontos que contempla são os seguintes:

1. Trabalho Infantil

- a. A empresa não se deve envolver ou apoiar os seus fornecedores na realização de trabalho infantil, ou que seja desempenhado por menores de 16 anos;
- b. Deve definir políticas e procedimentos de remediação da infância e promoção da educação;
- c. Não deve expor crianças e trabalhadores jovens a ambientes de trabalho perigosos;

2. Trabalho forçado

- a. A empresa não se deve envolver ou apoiar a utilização de trabalho forçado;
- b. Não se devem solicitar ao trabalhadores que deixem documentos de identificação quando iniciam o trabalho na empresa;

3. Saúde e Segurança

- a. Proporcionar aos trabalhadores um ambiente de trabalho seguro e saudável, procurando-se prevenir acidentes de trabalho;
- b. Nomear um responsável pela saúde e segurança dos trabalhadores;
- c. Identificar perigos, avaliar e controlar os riscos a que os colaboradores se encontram expostos;
- d. Formar os trabalhadores em matéria de Saúde e Segurança no Trabalho (SST);
- e. Evidenciar preocupação pelas condições das instalações de trabalho, pela formação, pela saúde e pela segurança dos trabalhadores;

4. Liberdade de Associação e Direito à Negociação Colectiva

- a. Deve ser assegurado aos trabalhadores o direito de se associarem a sindicatos e de negociarem colectivamente;
- b. Devem ser apoiadas as iniciativas independentes de liberdade de associação e negociação colectiva nas situações em que estas são legalmente restritas;
- c. Não se devem discriminar os representantes dos trabalhadores e impedir o contacto entre estes e os colaboradores no local de trabalho;
- d. Os representantes sindicais não podem ser vítimas de discriminação e o seu acesso aos filiados no local de trabalho não pode ser impedido;

5. Discriminação

- a. Não discriminar ou apoiar qualquer forma de discriminação na contratação, remuneração, acesso a formação, promoção ou reforma devido a factores raciais, de nacionalidade, religiosos, de deficiência, de género, de orientação sexual, sindicais, políticos ou etários;
- b. Não permitir gestos, comportamentos, linguagem ou contacto físico que indiquem coerção ou abuso sexual;

6. Disciplina

- a. Não poderá ser praticada ou permitida qualquer forma de sanção disciplinar que implique ofensas verbais, coerção física ou psicológica;

7. Horas de Trabalho

- a. A carga semanal não pode exceder 48 Horas semanais com um mínimo de 1 dia de descanso. O trabalho suplementar é voluntário, salvo o disposto no instrumento de regulamentação colectiva de trabalho;

8. Remuneração

- a. A empresa deve assegurar que os salários cumprem a legislação e que são suficientes para as necessidades básicas dos trabalhadores e das suas famílias;
- b. Não devem existir deduções no ordenado resultado de sanções disciplinares, excepto as previstas na lei;
- c. A empresa deve remunerar da forma mais conveniente para o trabalhador;
- d. As componentes de ordenados e benefícios devem ser objecto de clarificação por parte da empresa;

9. Sistemas de Gestão

- a) Divulgação da política pela empresa e envolvimento da Administração na mesma. Compromisso de revisão e execução da mesma pelos shareholders e stakeholders (Social Accountability International, 1997).

Verifica-se assim que esta norma abrange vários pontos de diversas áreas da empresa.

No mesmo âmbito, a ISO 26000, destina-se a ser adotada por organizações privadas e públicas em países desenvolvidos, em vias de desenvolvimento e em economias de transição. O objetivo é o de poder auxiliá-las a operarem dum modo responsável de acordo com as exigências da sociedade. Esta ISO por ter orientações voluntárias e não requisitos, como a ISO 9001:2008 e ISO 14001:2004, não visa a certificação e os seus parâmetros. A ISO 26000 fornece orientação às organizações, independentemente da sua dimensão ou localização no sentido de estabelecer:

1. Conceitos, termos e definições relacionadas com a responsabilidade social;
2. Histórico, tendências e características da responsabilidade social;
3. Princípios e práticas relacionadas com a responsabilidade social;

4. Assuntos centrais da responsabilidade social;
5. Implementar e promover o comportamento socialmente responsável na organização e através de políticas e práticas, na sua esfera de influência
6. Identificar e comprometer-se com os stakeholders;
7. Comunicar compromissos, performance e outras informações relacionadas com responsabilidade social;

Na sua implementação, a ISO aconselha a organização a levar em consideração a diversidade organizacional, política, cultural, legal, ambiental e social, assim como a conjuntura económica sem descuidar as normas internacionais de comportamento. São 7 os pontos principais de responsabilidade social abrangidos pela ISO 26000. Dentro de cada um são abordadas várias temáticas:

1. Governança organizacional: onde está inserida a gestão;
2. Direitos humanos: são abordados os direitos humanos e as situações de risco; resolução de queixas; discriminação e grupos vulneráveis; direitos civis e políticos, direitos sociais, culturais e económicos; princípios fundamentais e direitos no trabalho;
3. Práticas laborais: empregabilidade e relações de emprego; condições de trabalho e proteção social; diálogo social; segurança e saúde no trabalho; desenvolvimento humano e formação no local de trabalho;
4. Ambiente: prevenção de poluição; utilização sustentável de recursos; diminuição das alterações climáticas e adaptação; proteção do meio ambiente, biodiversidade e hábitos naturais;
5. Práticas operacionais justas: anticorrupção; envolvimento político responsável; competitividade justa; promoção de responsabilidade social na cadeia de valor, respeito pelos direitos de propriedade;
6. Assuntos relacionados com o consumidor;
7. Envolvimento com a comunidade e desenvolvimento;

Esta ISO visa, assim, auxiliar as organizações através de uma contribuição para o desenvolvimento sustentável. O objetivo é conduzi-las além das imposições legais.

A Global Reporting Initiative refere no Sustainability Reporting Guidelines (2011) que o report sobre sustentabilidade deverá consistir em medir, divulgar e prestar contas

aos stakeholders internos e externos sobre o desempenho organizacional, tendo por objetivo o desenvolvimento sustentável. Neste âmbito, surge o modelo de report Global Reporting Initiative (GRI) que pretende ser um exemplo de report genericamente aceite sobre o desempenho social económico e ambiental de uma empresa (SRG, 2011).

Assim a primeira parte do modelo é composta pelos Princípios e pela Orientação no Report, a segunda parte é referente às Divulgações Padrão.

Os Princípios de Report referem-se a aspetos como:

1. Materialidade - é a informação no report que deve incluir tópicos e indicadores que refletem os impactos económicos, ambientais e sociais da empresa ou que poderão ter repercussões sobre as avaliações ou decisões dos stakeholders;
2. Inclusão de stakeholders – a organização deve identificar os seus stakeholders e deve mencionar no report como responde aos seus interesses e expectativas (ex. cumprimento de normas internacionais ou dar informação sobre os seus processos organizacionais);
3. Contexto da sustentabilidade – deve ser apresentado o desempenho da organização no contexto da sustentabilidade, ou seja como pretende a empresa contribuir ou situar-se no futuro no que concerne às condições económicas, ambientais e sociais, desenvolvimentos, tendências locais, regionais ou a nível global (ex. salários ou benefícios sociais da empresa por comparação com o praticado a nível nacional);
4. Plenitude - cobertura dos tópicos e indicadores; e definição dos limites do relatório garantindo que são suficientes para refletir os impactos sociais, ambientais e económicos e permitir aos stakeholders avaliar informação do report no período em análise.

Seguem-se os princípios de balanço, comparabilidade, precisão, pontualidade, confiança e clareza. Em ambos os pontos existem testes que a empresa deve aplicar e que auxiliam na definição da informação a utilizar no report. Esta parte termina com a orientação para as empresas reportarem acerca de como definir o intervalo de entidades a abranger pelo report.

Nos Princípios de Report, é igualmente definida, a qualidade da informação. Em detalhe contempla:

1. Balanço – o report deve refletir os aspetos positivos e negativos do desempenho da organização que permitam uma avaliação razoável da performance da mesma; devem existir uma clara distinção entre factos e interpretação da empresa dos dados apresentados;
2. Comparabilidade – a informação deve ser selecionada e apresentada de forma consistente. Os dados devem permitir aos stakeholders avaliarem as alterações no desempenho da empresa ao longo do tempo; A explicação do apuramento da informação permitirá aos stakeholders a comparação da informação;
3. Precisão – a precisão e o detalhe da informação deve permitir avaliar o desempenho da organização pelos stakeholders.
4. Atualidade – o report ocorre numa base regular e está disponível para os stakeholders poderem tomar decisões informadas;
5. Clareza – A informação disponibilizada no report deve ser clara;
6. Confiança – a informação e os processos utilizados no report devem ser compilados, gravados, analisados e apresentados para que possam ser sujeitos a análise.

A primeira parte finaliza com a orientação do report para definição dos limites.

A organização deve definir quais as entidades sobre as quais o desempenho do report irá recair (subsidiárias, *joint-ventures*). Deve apresentar as entidades sobre as quais exerce influência (fornecedores e clientes).

A segunda parte do report inclui as *Divulgações Padrão* que são constituídas por:

1. Estratégia e Perfil – divulgações que estabelecem o contexto geral e que são fundamentais para compreender o desempenho, o perfil, a estratégia e o governo organizacional;

2. Abordagem da Gestão – informações que abrangem a forma como uma organização aborda determinados assuntos de modo a fornecer enquadramento para a compreensão do desempenho numa área específica;
3. Indicadores de Desempenho – indicadores que permitem informação comparável sobre o desempenho social, económico e ambiental da empresa. Nos indicadores de desempenho incluem-se:

- a) Económico – a dimensão económica da sustentabilidade refere-se ao impacto que a mesma tem nas condições económicas dos seus stakeholders e nos sistemas económicos locais, regionais e a nível global. Alguns indicadores referem-se ao fluxo de capital entre stakeholders e o impacto económico da organização na sociedade.

- b) Ambiental – refere-se ao impacto nos sistemas naturais vivos e não-vivos, incluindo ecossistemas, terra, ar e água. Os indicadores ambientais abrangem o desempenho relacionado com inputs (materiais, energia, água) e outputs (emissões, desperdícios, efluentes). Cobrem o desempenho relacionado com despesas ambientais assim como o impacto em produtos e serviços.

3.1 Indicadores sociais - a dimensão social da sustentabilidade refere-se aos impactos que uma organização tem nos sistemas sociais em que atua. As dimensões abordadas são:

1. Práticas Laborais – os conteúdos desta categoria estão inseridos nos parâmetros internacionais Declaração Universal das Nações Unidas dos Direitos Humanos; Convenção da Nações Unidas: Pacto Internacional sobre direitos Económicos, Sociais e Culturais, entre outros;
2. Direitos Humanos – aqui estão inseridos assuntos relacionados com a não-discriminação, igualdade de géneros, liberdade de associação, trabalho, infantil, trabalhos forçados e direitos alheios.
3. Sociedade – Está relacionado com o impacto que as organizações provocam nas comunidades locais onde operam e como são geridos os riscos decorrentes da relação com outras entidades. Um exemplo é a

diversidade dos riscos associados ao suborno e corrupção, influência na concepção de políticas públicas e práticas monopolistas.

4. Responsabilidade do Produto – o report da empresa no que se refere aos produtos e serviços que afetam diretamente os clientes, nomeadamente a saúde e a segurança, informação e rotulagem, marketing e privacidade.

Como se pode verificar, o modelo GRI possui um conteúdo geral e específico que foi acordado por um vasto grupo de stakeholders internacionais para que possa ser aplicado genericamente de forma a reportar o desempenho sustentável de uma organização.

A necessidade de uniformização de práticas e de parâmetros de report para adoção interna e para fornecimento de informação aos investidores conduziu ao desenvolvimento de normas e procedimentos por parte das organizações. Quer seja no sentido da orientação dos comportamentos sociais ou políticas a adotar (ISO 26000), quer seja no sentido das práticas organizacionais transversais que visam a certificação (SA8000) ou mesmo na forma de apresentar aos stakeholders as dimensões sociais empresariais e o impacto das mesmas no desempenho da empresa (GRI) é inequívoca a evolução que tem existido neste âmbito. A atenção dedicada a este assunto concretiza-se fortemente no *Global Reporting Initiative* já que o mesmo resulta de um esforço internacional conjunto no sentido de uniformizar as temáticas sociais empresariais e agrupá-las sobre a forma de report para os stakeholders mundiais.

3. Fundamentos para uma Responsabilidade Ambiental Empresarial

Dummett (2006), no âmbito da Responsabilidade Ambiental Empresarial (RAE), num estudo que efetuou junto dos gestores, indicou os fatores que foram apontados como sendo impulsionadores e condutores na adoção de políticas empresariais de responsabilidade ambiental: legislação governamental ou sanções, redução de custos, reputação e/ou proteção da marca, evitar riscos como forma de resposta ao acidente e devido à pressão dos consumidores. Neste plano, constatou-se que o que leva à adoção de práticas de responsabilidade ambiental, segundo académicos, ambientalistas e analistas corporativos são a legislação ou as sanções governamentais, as expectativas sociais, a pressão das ONG's, a prevenção de riscos ou resposta a acidentes e só no final surgem as políticas de incentivo.

Este conjunto de indicadores ressalta de um mais vasto, onde se incluem: vantagens de marketing, proteção ou desenvolvimento de reputação das marcas e uma liderança dentro da organização fortemente ligada ao cumprimento dos objetivos e a pressão dos acionistas (Dummet, 2006). Esta análise qualitativa feita a gestores do tecido empresarial australiano e internacional demonstrou que os gestores apresentavam motivação para verem medidas mais ativas por parte dos respetivos governos no sentido da responsabilidade ambiental. Este tipo de políticas podia ser estimulado pelo governo junto das empresas, ao estabelecer uma relação entre a produção e a degradação do meio ambiente. Assim, políticas concertadas a nível internacional seriam mais-valias na determinação de ações por parte das empresas (Dummet, 2006).

Os governos têm um papel determinante neste, na medida em que deverão estabelecer o mínimo de parâmetros para o desempenho social e ambiental das organizações no sentido de haver um relatório anual sobre procedimentos neste âmbito. No mesmo plano, a responsabilidade governativa, não passa apenas pela construção de legislação mas também pela denúncia pública de empresas que infrinjam estes procedimentos. Como exemplo, Dummet (2006), sugere que a política de remunerações dos gestores deveria ser alicerçada nos desempenhos positivos ao promover e desenvolver organizações com políticas ecológicas sustentáveis.

No âmbito geral, se bem que mais notórias, as medidas no plano ambiental funcionam como uma sinergia, pois a diminuição dos recursos consumidos e o decréscimo das

emissões poluentes contribuem para minimizar o impacto ambiental. Estas práticas implicam não só uma redução direta do consumo de energia mas também um aproveitamento das matérias-primas, tendo como consequência um aumento dos lucros e da competitividade (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). Porter e Kramer (2006), exemplificam com o caso da empresa Dupont que desde 1990 poupou 2 milhões com a redução do consumo energético. Também a MacDonald's ao efectuar mudanças nos materiais utilizados para embrulhar a comida efectuou uma redução nos resíduos sólidos de cerca de 30%.

Neste plano, o Livro Verde da Comissão das Comunidades Europeias, exemplifica referindo-se à Política de Produtos Integrada (PPI) que permite às autoridades públicas desenvolver um trabalho conjunto com as empresas, ao ponderar o impacto dos produtos ao longo do seu ciclo de vida e procurando encontrar com as empresas as soluções mais rentáveis (Comissão das Comunidades Europeias, 2001). No mesmo plano, programas como o Sistema Comunitário de Ecogestão e Auditoria (EMAS) ISO 19000, fomentam parte da Responsabilidade Social Empresarial na medida em que as empresas são convidadas a adoção de sistemas de Ecogestão e auditoria no sentido da eficiência ecológica. A adoção de medidas deste género traz mais valias para as empresas. O *World Business Council for Sustainable Development* e a *European Partners for the Environment* têm promovido a eco-eficiência como medida prática a adotar nas políticas económicas e industriais da União Europeia (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

A temática ambiental é uma das mais notórias no âmbito da responsabilidade social empresarial. De facto, pode-se falar numa responsabilidade social ambiental devido à dimensão que o ambiente tem adquirido no contexto internacional atual. Procurou-se neste capítulo através do trabalho de Dummet (2006), compreender as razões porque as empresas adotam políticas de responsabilidade ambiental assim como analisar alguns exemplos de práticas por parte de organizações e o impacto das mesmas no seu desempenho.

4. Sustentabilidade

O investimento sustentável tem por conceito básico um desenvolvimento orientado para o futuro, onde um crescimento económico às custas da humanidade e do meio ambiente não tem lugar e está condenado ao fracasso. Neste âmbito, existem os investidores socialmente responsáveis que procuram organizações que integram nas suas políticas e missões empresariais, objetivos ecológicos e aspetos sociais. A exclusão de investimento em empresas com atividades relacionadas com o tabaco, álcool e com a indústria de armamento, são exemplos de um comportamento ético e responsável subjacente ao princípio do investimento sustentável (Corten e Vermeir, 2000).

Nesta ótica, importa salientar a distinção efetuada por Corten e Vermeir (2000) entre desempenho económico e desempenho de mercado. O primeiro está relacionado com a rentabilidade da empresa, o segundo relaciona-se com o retorno das respetivas ações. Assim, os investimentos amigos do ambiente melhoram o desempenho económico de uma empresa, porque conduzem a processos produtivos mais eficientes (redução do consumo de energia e de materiais), possuem um efeito positivo na imagem da marca e reduzem o risco de acidentes e de reclamações por danos. Esta distinção, permite uma melhor compreensão da replicação no plano social, onde esta relação é mais difícil de estabelecer, pois o desempenho social é difícil de avaliar.

Parece, no entanto, aceitável referir que as empresas socialmente progressivas são bem sucedidas noutras áreas como na contratação, retenção e motivação dos seus trabalhadores. Deste enunciado, pode emergir a questão de saber se as empresas apresentam um melhor desempenho por apresentarem uma estratégia sustentável, ou se é o seu sucesso que as impele a efetuarem esforços no sentido de estabelecerem compromissos ambientais e sociais (Corten e Vermeir, 2000).

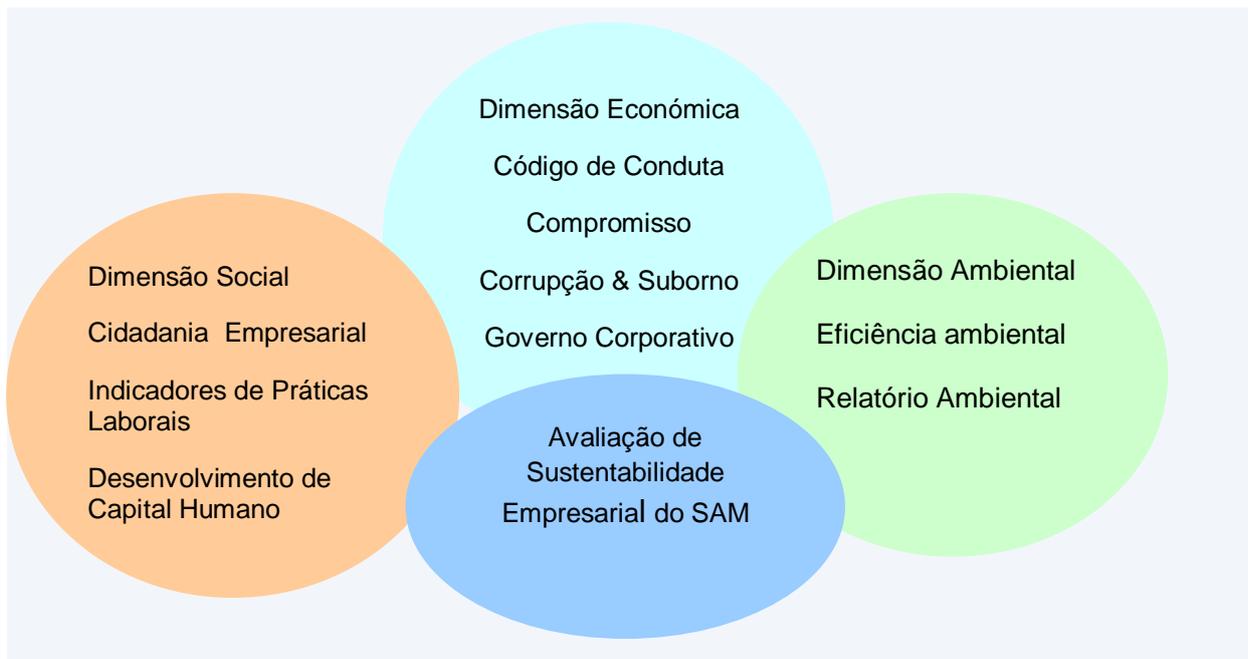
Guerreiro (2009), verificou que a existência de estratégias de sustentabilidade, por parte da empresa, que consideram os stakeholders internos e externos, permitem um melhor resultado dos seus investimentos em Sistemas de Tecnologia e Informação.

Também o Livro Verde da Comissão das Comunidades Europeias (2001), constatava ser “difícil avaliar com rigor os fatores que determinam a rentabilidade financeira de uma empresa socialmente responsável” (pp. 8). O mesmo documento referia que 50% do desempenho acima da média das empresas socialmente responsáveis se devia á responsabilidade social e os outros 50% ao seu sector de atividade (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

Não sendo fácil de estabelecer uma correlação por empresa, é um facto que a análise ao desempenho dos dois índices americanos, *S&P 500* e *Domini Social Index* (DSI) foi esclarecedora de que este último ultrapassou o primeiro em cerca de 2.06%, o que representa um exemplo da rentabilidade da estratégia de investimento sustentável, enquanto outros investigadores, nomeadamente Corten e Vermeir (2000) atribuíam este desempenho ao risco específico (presença acentuada de empresas tecnológicas).

O estudo destes autores revelou não existirem diferenças estatisticamente significativas entre estratégias de investimento sustentável e estratégias tradicionais. As diferenças na rentabilidade no curto e médio prazo deviam-se a desvios sistemáticos em indicadores de risco nos quais as empresas em crescimento e as *small caps* eram as mais expressivas. Como tal, os *portfolios* sustentáveis apresentavam maior risco relativo, apesar do risco absoluto ser o mesmo. Na opinião dos autores, este risco devia ser balanceado com as mais-valias oferecidas pelo investimento sustentável. Neste âmbito, a introdução de princípios sustentáveis, não conduz a retornos menores a longo prazo, o que é positivo para os investidores, pois as políticas de investimento acabam por ser uma extensão dos compromissos sociais (Corten e Vermeir, 2000).

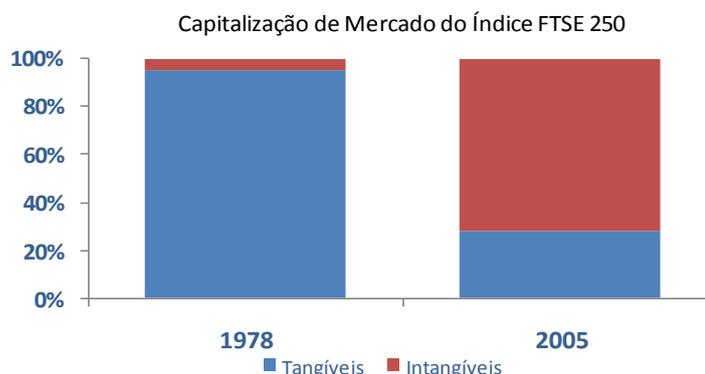
A definição de investimento sustentável é uma abordagem de longo termo que envolve considerações económicas, ambientais e sociais na seleção e retenção de investimentos. O modelo *Triple Bottom Line* faz o cruzamento destas 3 dimensões (vide Figura 1). Adiante será descrita em pormenor cada uma das dimensões do modelo.



Fonte: (Sustainable Asset Management, 2009)

Figura 1: Triple Bottom Line

O relatório *Sustainable Asset Management (SAM)*, alarga a importância dos factores com efeitos nas empresas e defende que variáveis como as mudanças climáticas, a utilização de recursos e os aspetos demográficos influenciam o ambiente em que as organizações competem. No *Sustainability Yearbook* de 2009, é referido que a capacidade das empresas aumentarem os seus ganhos depende de ativos intangíveis como a qualidade da gestão, o poder da marca e o desenvolvimento do capital humano e intelectual. O aumento deste tipo de ativos em mais de 2 décadas é evidente (vide Figura 2).



Fonte: (Sustainable Asset Management, 2009)

Figura 2: Evolução dos ativos intangíveis

Os resultados apresentados pelo SAM procuram destacar as empresas que possuem uma capacidade *core* em gerir assuntos relacionados com a sustentabilidade e que representam em simultâneo uma oportunidade única de investimento (Sustainable Asset Management, 2009). Os resultados resultam de uma base de dados considerada pelos autores como extensiva e onde os mesmos indicam uma relação clara entre sustentabilidade e desempenho financeiro, utilizando como medida os retornos acionistas (Sustainable Asset Management, 2009).

Os trabalhos sobre sustentabilidade empresarial em Portugal parecem ser pouco abundantes. Numa pesquisa sobre esta temática, o trabalho da *Heidrick e Struggles* (2008), afigura-se como uma investigação pioneira. Este estudo efetuado a 76 empresas é possivelmente o maior estudo existente sobre sustentabilidade em Portugal. As empresas que apresentaram as condições requeridas pelo estudo estavam distribuídas por: autarquias (7,25%), empresas e institutos públicos (8,7%), empresas privadas cotadas em bolsa (17,39%), empresas privadas não cotadas em bolsa (66,67%). O estudo assentou na análise do *Triple Bottom Line* e das suas 3 dimensões:

3. *Dimensão Económica*, integrando a gestão das relações a gestão dos riscos, a implementação de códigos de ética e de boa conduta juntamente com a implementação de um modelo de governo societário. Esta dimensão é também designada por Dimensão de Gestão, na medida em que contempla áreas como: código de conduta, corrupção e suborno, modelo de governo, gestão da relação com os clientes, gestão da relação com os investidores e gestão de riscos e crises (Heidrick & Struggles, 2008). Aqui estão incluídos os indicadores tradicionalmente contemplados nos *reports* financeiros. Os indicadores referentes à rentabilidade assumem preponderância, sendo de igual destaque os indicadores de desenvolvimento sustentável, na medida em que refletem as implicações da atividade da empresa nos stakeholders (Gaio e Monteiro, 2009).

4. Na *Dimensão Ambiental*, enfatiza-se a definição e implementação de políticas de gestão ambiental, através de sistemas de *reporting* ambiental que tornem transparentes a consecução de objetivos ambientais; política e gestão ambiental, performance ambiental (eco eficiência) e *reporting* ambiental (Heidrick & Struggles, 2008). Existe aqui uma forte relação com a gestão e conservação dos recursos e

uma associação com o impacto que a atividade da empresa tem sobre os sistemas naturais, como solos, ar e água. A responsabilidade procura minimizar os impactos negativos e maximizar os positivos (Gaio e Monteiro, 2009).

5. Na *Dimensão Social*, é essencial a definição e implementação de uma estratégia adequada de gestão dos ativos humanos, de todas as partes interessadas (stakeholders), bem como da responsabilidade social da empresa. Neste domínio, podemos encontrar: responsabilidade social, gestão da relação com os stakeholders, indicadores de prática laboral, desenvolvimento do capital humano, *reporting* social atração e retenção de talento. É neste eixo que é avaliado o impacto que a empresa tem sobre as partes interessadas (colaboradores, fornecedores, clientes, comunidade, sociedade em geral) das inter-relações locais às globais. Neste ponto, a responsabilidade social passa pela assunção de políticas no âmbito do equilíbrio entre vida social e privada, favorecimento dos trabalhadores através da formação (Gaio e Monteiro, 2009).

A avaliação de empresas com base no *Triple Bottom Line* é fundamental pois pode fornecer indicadores sobre a saúde de uma empresa, dado que a mesma não deve assentar exclusivamente nos rácios financeiros tradicionais (Gaio e Monteiro, 2009).

O estudo português observou uma evolução positiva entre 2007 e 2008 - em comparação com o *best in class* do *Dow Jones Sustainability Index* - na média global da dimensão ambiental, particularmente na política e gestão ambiental. Na dimensão de gestão, assistiu-se a uma ligeira descida nas médias globais, principalmente ao nível da gestão da relação com investidores e no modelo de governo e gestão de riscos e crises. Na mesma comparação com o índice norte-americano, a média da dimensão social no que respeita à atração e retenção de talentos apresentou uma descida. Na comparação com os tipos de empresa, as autarquias apresentaram uma média positiva na dimensão social em comparação com o outro tipo de empresas, especialmente a nível da atração e retenção de talento, desenvolvimento do capital humano e *reporting* social (médias > 70%). Na dimensão social, as empresas privadas cotadas em bolsa destacaram-se nas vertentes de *reporting* ambiental e gestão da relação com investidores (médias >80%) (Heidrick & Struggles, 2008).

De facto, as empresas cotadas apresentaram uma média superior, na elaboração e implementação de códigos de conduta, na definição da corrupção e suborno e gestão da relação com clientes. Não obstante, o seu desempenho geral foi pior. Nas

vertentes a desenvolver, por tipo de empresa, o estudo identificou que as autarquias não possuem implementados códigos de conduta, corrupção e suborno (média <50%) e continuam a não ter uma adequada definição da sua política de gestão ambiental. Contudo, existem necessidades para as empresas cotadas em bolsa na definição de códigos de conduta, corrupção e suborno. Aqui a justificação para a sua necessidade é mais intuitiva, segundo os autores, pois deve-se à exigência de transparência requerida pelos mercados.

No domínio público, as mudanças centraram-se, principalmente na relevância da dimensão ambiental e de gestão, sendo de salientar que a média da dimensão social ultrapassava os 50%, sendo de relevar nesta dimensão os indicadores laborais e a responsabilidade social (Heidrick & Struggles, 2008).

De um modo geral, os resultados médios das multinacionais superaram os das empresas nacionais. As multinacionais nos resultados encontrados no estudo de 2008, evoluíram, nas vertentes da gestão da relação com clientes, investidores e *stakeholders*; desenvolvimento de capital humano, indicadores de prática laboral e responsabilidade social. Este tipo de empresas continua, contudo, segundo o estudo a apresentar lacunas no modelo de governo, sendo a sua média de melhores práticas e práticas de referência, inferior quando comparadas com as empresas nacionais (Heidrick & Struggles, 2008).

Entre 2007 e 2008, as empresas nacionais apostaram, nas vertentes ambiental e social. Na vertente social, as médias nacionais de melhores práticas e práticas de referência foram superiores às conseguidas pelas empresas multinacionais. Na vertente social, a melhoria foi geral (Heidrick & Struggles, 2008).

Na dimensão económica, a mesma está menos aprofundada do que a das multinacionais. O estudo revela um decréscimo nas áreas da implementação de códigos de conduta, corrupção e suborno e gestão da relação com investidores, modelo de governo; ao nível das melhores práticas e nas práticas de referência; na gestão das relações com investidores e no modelo de governo (Heidrick & Struggles, 2008).

Intimamente ligada à responsabilidade social está a sustentabilidade como objetivo a alcançar pelas empresas. Modelos como o *Triple Bottom Line* permitem uma melhor compreensão das dimensões internas da empresa nas suas várias áreas de atuação económica, social e ambiental, ao mesmo tempo que descentralizam a avaliação

empresarial dos tradicionais rácios financeiros. Em Portugal, os trabalhos sobre a sustentabilidade empresarial não abundam, sendo os resultados do trabalho da *Heidrick e Struggles* (2008), aqui abordados, um ponto de referência para esta temática.

5. Fundos de Investimento: Definição e caracterização

A caracterização dos fundos e as suas diferentes categorias de investimento são fundamentais para a compreensão da sua estratégia de investimento. Segundo a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), o património que constitui um fundo de investimento está na posse de várias pessoas singulares ou coletivas (participantes) e pode ser aplicado em diversos ativos financeiros, o que permite definir o seu risco, a rentabilidade e a política de investimento pretendida por cada agente de modo a formar um portfolio de valores mobiliários ou valores equiparados. Os fundos de investimento obedecem assim a determinados critérios:

5.1. Natureza dos Ativos

5.1.1. Fundo de Investimento Imobiliário (FII) - quando o fundo privilegia a aplicação em valores imóveis de raiz ou em valores mobiliários de sociedades cujo objeto principal seja a transação, mediação ou exploração imobiliária;

5.1.2. Fundo de Investimento Mobiliário (FIM) - quando o fundo se especializa na aplicação em valores mobiliários transacionáveis.

Os FIM podem então diferenciar-se pelo nível de liquidez, risco e rentabilidade potencial, assumindo as seguintes categorias:

5.1.2.1. Fundos de Ações - os fundos de ações, são maioritariamente constituídos por ações (cotadas ou não), possuem um potencial de crescimento e rentabilidade superior mas consequentemente um risco superior. Os mesmos podem ainda subdividir-se em três categorias, a saber:

- a) Nacionais – este tipo de fundo é constituído, no mínimo, por 70 % de ações transacionadas no mercados nacionais e em que os ativos expressos em euros devem ser no mínimo de 90%;
- b) União Europeia – neste tipo de fundos o património tem no mínimo 70% de ações transacionadas em mercados da União Europeia e o mínimo de 90% dos ativos expressos em euro;
- c) Internacionais - quando o fundo não se enquadraram em nenhuma das categorias anteriores;

7.1.2.2. Fundos de Obrigações - investem predominantemente em obrigações de médio e longo prazo. O património do fundo deve ser constituído no mínimo por 50% de obrigações e não devem investir em ações ordinárias Estes ativos podem ser de:

- a) Taxa Fixa - quando são constituídos, no mínimo, por 50% de obrigações de taxa fixa;
- b) Taxa Variável - quando não são constituídos por 50% obrigações de taxa fixa;

Este tipo de fundos, pode ainda ser dividido em:

- a) Euro - quando os ativos expressos em euro representam um mínimo de 90% da carteira;
- b) Internacionais – restantes fundos;

7.1.2.3. Fundos Mistos – aqui as aplicações podem ser efetuadas em aplicações de rendimento fixo (tesouraria e obrigações) ou em aplicações de rendimento variável (ações). Podem ainda ser subdivididos em:

- a) Euro – a carteira contém 70% de valores transacionados em mercados da União Europeia e com um mínimo de 90% dos ativos expressos em euro;
- b) Internacionais – não cumprem o critério anterior.

7.1.2.4. Fundos de Tesouraria – as aplicações nos mercados monetários são caracterizadas por serem efetuadas num horizonte temporal de curto-prazo, em ativos de elevada liquidez e maturidade inferior a um ano (papel comercial, depósitos bancários e valores mobiliários). Os fundos de tesouraria são classificados em:

- a) Euro – quando a exposição da carteira ao risco cambial é inferior a 10%;
- b) 1.5.2 Internacionais – sempre que o critério anterior não é cumprido;

7.1.2.5. Fundos de Fundos – a composição é exclusivamente composta por participações em instituições de investimento coletivo e por liquidez necessária ao movimento normal do resgate das unidades de participação. Estes fundos são:

a) Euros – devem reunir 2 condições: investimento superior a 90% em participações de instituições domiciliados na União Europeia e com 90% dos ativos expressos em Euro;

b) Internacionais - não cumprem aquele critério.

7.1.2.6. Fundo do Mercado Monetário – 85% do seu valor líquido global é constituído por depósitos bancários.

7.1.2.7. Fundos de Poupança-Reforma/Educação e Fundos de Poupança em ações – como casos particulares dos fundos de investimento mobiliário que são possuem legal e fiscalmente um enquadramento específico: Os Fundos Poupança-Reforma, têm por base uma percentagem mínima de 50% de títulos de dívida pública, emitidos por prazo superior a um ano (ativos de baixo risco). Os Fundos Poupança Ações podem ter 75% em ações e títulos de participação cotados na bolsa de valores nacional; ou unidades de participação de fundos cuja política de investimentos represente no mínimo de 50% de ações cotadas em bolsa de valores nacional. O restante pode ser aplicado em numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações no mercado monetário interbancário.

7.1.2.8. Fundos Garantidos - a política de investimentos destes fundos disponibiliza capital garantido e um certo perfil de rendimentos.

7.1.2.9. Fundos de Índices - reproduzem integral ou parcialmente um índice de valores mobiliários.

5.2. Variabilidade do Capital

Com base neste critério, os fundos podem ser abertos ou fechados:

Fundos Abertos – As unidades de participação (UP) que constituem os fundos são variáveis, pelo que o capital que os constitui é variável, podendo os participantes qualquer momento, subscrever e/ou resgatar. Este processo é efetuado junto dos intermediários financeiros e não em bolsa.

Fundos Fechados - O número de UP é fixo e determinado no momento da emissão. Estas UP's são subscritas pelos bancos depositários, mas podem ser aumentadas de acordo com o regulamento do fundo. O seu capital e a sua duração são definidos.

5.3. Espaço de Atuação

Nesta categoria os fundos podem ser classificados em:

- a) Nacionais - geridos por entidades domiciliadas em território nacional e que investem em mercados nacionais;
- b) Internacionais – geridos por entidades domiciliadas em território nacional e com aplicações em mercados internacionais;
- c) Fundos Estrangeiros - geridos por entidades domiciliadas no estrangeiro e comercializados no espaço financeiro nacional.

5.4. Remuneração do Participante

De acordo com a remuneração, os fundos podem ser:

- a) Fundos de Rendimento – os rendimentos são distribuídos periodicamente aos participantes, sendo o valor da UP constante ao longo do tempo;
- b) Fundos de Capitalização – não existe lugar à distribuição periódica de rendimento pois os rendimentos gerados são incorporados no valor da UP.

5.5. Nível de Harmonização

Os fundos de investimento podem ser distinguidos em harmonizados e não harmonizados:

- a) Fundos Harmonizados – Cumpre a legislação nacional sujeita às regras definidas pela diretiva comunitária n.º 85/611/CEE de 20 de Dezembro. Estes fundos podem comercializar as suas participações em Portugal (unidades de participação ou outras formas de participação) mediante comunicação prévia à CMVM.
- b) Fundos Não Harmonizados - Um fundo harmonizado não é o mesmo que um fundo de origem comunitária, pois existem a nível comunitário fundos que não obedecem à Diretiva comunitária. São exemplo de fundos não harmonizados: imobiliários, os fundos especiais, cuja entidade gestora tenha sede fora da União Europeia, fundos de índices, garantidos e fundos fechados. Os fundos de tesouraria e os fundos de fundos, não são fundos harmonizados.

Os fundos financeiros como instrumento de captação de investimento apresentam várias formas e categorias. Neste capítulo, utilizou-se a referência da CMVM ao apresentar a classificar estes ativos de acordo com a sua natureza, variabilidade do capital, espaço de atuação, remuneração do participante e nível de harmonização.

6. Fundos e Índices Éticos e Socialmente Responsáveis

A categorização da CMVM é resumida por alguns autores. Para Lima et al, (citado em Rezende, 2005) um fundo é uma modalidade de investimento, na forma de agrupamento que reúne pessoas jurídicas e físicas com objectivos comuns que são administrados por instituições financeiras e onde os recursos são destinados à aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores imobiliários, em contas de fundos e outros títulos de acordo com o perfil do fundo.

De acordo com a *Morningstar* (2011), um fundo socialmente responsável é aquele que atende a critérios morais assim como financeiros na seleção dos ativos da sua carteira ou *portfolio*. O termo é comumente utilizado para referir fundos que procuram ativamente investir em empresas que são consideradas éticas.

Neste plano, o fundo ético é igualmente um fundo que tem critérios morais assim como financeiros na seleção de ativos da sua carteira ou *portfolio*. Por vezes, refere-se a fundos que fazem o *screen* de ações com base em critérios negativos. Por exemplo, podem ser excluídas empresas produtoras de álcool ou armas.

De facto, este tipo de fundos não contempla ações de empresas que tenham atividades relacionadas com álcool, pornografia, tabaco e armas enquanto outros não selecionam empresas com registos ambientais fracos (Kreander et al., 2005). O não investimento em empresas de países que não respeitam os direitos humanos (Kreander et al., 2002) poderá ser outro dos critérios de screening.

O investimento ético tem, assim, em conta princípios éticos em vez de desempenho financeiro. A *Morning Star* (2011) refere que o nº de fundos com remições éticas ou sociais tem aumentado. Em 1995, os Estados Unidos da América comercializavam 12 biliões de dólares de ativos pertencentes a 55 fundos de Investimento Socialmente Responsável (ISR). Cinco anos mais tarde, em 2010, o nº de fundos tinha aumentado para 250, e o montante sob gestão de 316.1 biliões de dólares. A nível europeu o mercado ISR passou de 1 trilião de euros em 2005 para 1,6 triliões em 2007.

A utilização do termo “Fundo Investimento Socialmente Responsável” refere-se a qualquer esquema de investimento que explicitamente refere a utilidade, tendo por base diretivas sociais ou ambientais com vista à construção de carteiras de

investimento (Haigh e James, 2004). Segundo Skillius e Wennberg (1998), o ISR teve a sua origem em 1920, altura em que se assitiu a uma recusa por parte de determinadas instituições religiosas em fazerem investimentos em empresas com ligações a áreas de actividade relacionadas com a indústria do álcool e do tabaco, evitando assim o investimento nas chamadas *acções de pecado*. Os fundos relacionados com o ambiente surgem mais tarde nas décadas de 70 e 80, vindo a alcançar enorme notoriedade nos anos 90 (Rezende, 2005). O conceito de ISR tem subjacente o encaminhamento de fundos de forma em que existe uma combinação dos objetivos financeiros dos investidores com o compromisso das preocupações de cariz social como a justiça social, desenvolvimento económico, paz e um ambiente saudável (Haigh e James, 2004).

Os fundos de ISR têm um objectivo duplo que é o de atingir retorno financeiro e social. A sua estratégia de investimento é pautada por princípios de responsabilidade social e ambiental e aquela apenas será feita em activos de empresas que adoptem, igualmente, este tipo de práticas (Rezende, 2005). Os gestores de fundos ISR defendem que o investimento neste tipo de ativos promove o desempenho de atividades normativamente desejáveis. Na mesma linha, a gestão destes fundos tem implicações nas alterações empresariais na medida em que as boas empresas reduzem os seus custos de capital relativamente às más (Haigh e James, 2004). Quando um fundo de ISR seleciona uma boa empresa (*screen* positivo) para investimento, o capital adicional resultante dessa escolha irá reduzir os seus custos de capital. A manutenção do investimento irá permitir à empresa o fornecimento de capital, dotando a empresa do controlo dos seus custos de capital. A maioria dos fundos de ISR mantém os seus perfis socialmente responsáveis, utilizando o *screening* positivo ou negativo. O *screening* positivo identifica empresas com um desempenho social ou ambiental superior, enquanto o *screening* negativo identifica empresas com atividades indesejáveis. Em contrapartida, o não investimento numa empresa “má” (*screen* negativo) diminui o fornecimento de capital para aquela empresa, aumentando deste modo os seus custos de capital. A rentabilidade do investimento de capital irá ser afetada pela diminuição de projetos de capital e conduzirá a uma conseqüente queda do valor das ações. Deste modo as empresas, alterarão as suas operações de modo a alcançar as exigências dos fundos ISR (Haigh e James, 2004). Os gestores de fundos ISR investem em empresas que por serem

socialmente responsáveis, antecipam e evitam proactivamente custos decorrentes de uma regulamentação governamental (Haigh e James, 2004). Estes comportamentos são também aqueles dos gestores de empresas relatados no estudo de Corten e Vermeir (2000). Os gestores de fundos, ao agirem deste modo, farão com que as empresas tenham uma posição de exploração de oportunidades provenientes da valorização negativa ou positiva de determinados factores externos, criando assim vantagem competitiva sobre os concorrentes socialmente menos responsáveis, pelo que é esperado um desempenho de mercado superior (Haigh e James, 2004).

Não obstante, as preocupações de justiça estarem subjacentes à criação destes fundos, os mesmos adquiriram um papel secundário na medida em que os esforços para avaliar a validade dos fundos ISR concentraram-se no seu sucesso financeiro. Numa análise ao desempenho de fundos sociais nos Estados Unidos da América (E.U.A.), Canadá e Austrália, os mesmos correlacionam-se com o desempenho de índices mais generalistas que aqueles relacionados com índices de mercado socialmente responsáveis. Os autores referem que esta situação se deve ao facto dos portfólios que constituem os fundos sociais não serem muito diferentes daqueles que integram os fundos de ISR (Haigh e James, 2004).

Os mercados financeiros, integraram o conceito e operacionalizaram-no sob a forma de instrumentos que refletem a concepção no preço das ações, surgindo, assim o conceito de ISR, permitindo identificar a empresa no que se refere ao seu comportamento social e ambiental (Estallo et al., 2007).

Os fundos de ISR são incapazes de afetar os programas de investimento de capital das empresas assim como de superar os índices de mercado mais convencionais. Não obstante, o seu crescimento tem sido visível pelo que continua a ser uma alternativa de investimento disponibilizada pelos mercados financeiros. Esta disponibilidade, deve-se ao fato dos investidores neste tipo de produtos darem atenção aos prospectos dos produtos financeiros aliados a retornos económicos. Uma das razões destes produtos existirem tem a ver com o facto dos investidores escolherem direccionar uma parte dos seus investimentos para este fundos e amenizarem a sua consciência, legitimando a sua posição face a métodos de investimento mais tradicionais (Haigh e James, 2004).

A legitimidade institucional é um conceito de Smith (citado em Haigh e James, 2004) que refere as corporações e por extensão os mercados de capitais como forma de legitimar o seu poder. Ao oferecerem fundos de ISR os mercados financeiros dão provas de que conseguem lidar com as externalidades da produção capitalista.

A necessidade de uma legitimidade em detrimento de princípios éticos é igualmente referida por Freeman e Gilbert (citado em Haigh e James, 2004), isto porque os gestores de fundos ISR não efetuam *lobbies* junto dos governos no que concerne a questões sociais. O interesse em obter mudanças empresariais, pelos gestores de fundos ISR, é efetuado através de 2 pontos: aumento dos fundos sob gestão e no acordo consensual para o alcance de objetivos comuns. Uma sugestão é a adoção de princípios ISR pelos investidores institucionais, como os fundos de pensões de modo a que as empresas possam alterar as suas operações (Haigh e James, 2004).

O investimento efetuado pelos gestores de fundos socialmente responsáveis pode revelar-se paradoxal. Haigh e James (2004), ilustram esta situação do seguinte modo: um gestor de fundos de ISR está a pensar em manter um investimento numa empresa chamada Hike Inc., domiciliada num país da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (O.C.D.E.) mas com a sua produção manufacturada num país do sudoeste asiático. Para o efeito considere-se que uma reputada organização dos direitos humanos emite um relatório que tece duras críticas às políticas de contratação e de salários da Hike naquele país. Ao não investir na empresa o gestor do fundo está a cumprir os critérios subjacentes aos que determinam o tipo de fundo. No entanto, o processo torna-se irónico ao excluir uma empresa que usa baixos custos laborais em países industrialmente subdesenvolvidos. Os autores referem que ao procurar oportunidades de crescimento rentáveis, os investidores contribuem para o desenvolvimento das forças económicas que suscitam o levantamento de práticas sociais iníquas.

Face a um determinado nível de risco sistemático, os gestores de investimentos têm interesse nas empresas que aumentam os seus lucros, o que está em consonância com a atribuição efetuada pelos mercados de capital na medida em que os mesmos recompensam as empresas que utilizam os menores custos nos *inputs* de produção.

Para os autores a ironia surge nesta vertente, enquanto o fundo ISR agiu responsabilmente ao desinvestir na Hike, o investimento inicial foi efectuado para

satisfazer a necessidade de obtenção de retornos de investimento aceitáveis. Em suma, a decisão inicial de investimento na Hike teve por base os baixos custos laborais. Assim o fundo ISR continuará a procurar investimentos rentáveis. Por outro lado, a pressão dos mercados de capitais no sentido de utilização dos menores custos nos factores de produção, fará a Hike redirecionar a sua procura para estes menores custos noutras regiões. Os autores concluem que a forma como o fundo de ISR garante que os investimentos em determinadas empresas são ambientalmente ou socialmente desejáveis é irrelevante (Haigh e James, 2004).

Nos mercados financeiros existem vários índices que têm por base o desempenho socialmente responsável das organizações.

O Livro Verde (2001) refere que uma empresa pode ser reconhecida como socialmente responsável pela sua inscrição num índice bolsista de valores éticos, podendo esta ter vantagens financeiras concretas. Este documento refere que estes índices, são indicadores úteis na medida em que refletem o impacto da seleção social em resultados financeiros. Neste plano, avança com os exemplos do *Domini 400 Social Index*, tendo este superado o índice Standard & Poor's (S&P) 500 em 1% em termos de rendimento total inicializado, desde a sua criação em 1990. De forma semelhante, o *Dow Jones Sustainability Index* apresentou um crescimento de 180%, desde 1993, comparativamente ao Dow Jones Global Index que apenas cresceu 125% naquele período (Comissão das Comunidades Europeias, 2001).

O índice *Domini Social Index* (DSI) foi criado em 1990 por Kinder, Lydenberg e Domini com base nas empresas expurgadas do índice S&P 500 e que não cumpriam os requisitos de *screens* em matéria de ambiente, com ligações a empresas militares, a energia nuclear e nas suas relações com os trabalhadores. Foram, no entanto, incluídas outras empresas não pertencentes ao S&P mas que apresentavam bons registos nos domínios da cidadania empresarial, da qualidade do produto e da representatividade do sexo feminino no conselho de administração (Guerard, 1997).

A criação do *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), em 1999, foi o início de uma ênfase na avaliação financeira de empresas internacionais com políticas ecológicas e de bem-estar para os seus trabalhadores e para as comunidades geograficamente contíguas. Este índice reúne as empresas com o melhor desempenho no seu sector

económico, excluindo empresas do sector da defesa com mais de 50% de receitas provenientes da venda de armas da área nuclear e tabagista (Gaio e Monteiro, 2009).

A bolsa de Londres em cooperação com o *Financial Times*, iniciou o Financial Times Stock Exchange4Good (*FTSE4Good*), um índice onde as empresas são avaliadas em função de critérios como: políticas, gestão e *reports*. Nas políticas, incluem-se as metas e os códigos de conduta da empresa; na gestão a adesão voluntária da empresa a seguros, planos de assistência e no *report* a apresentação de estatísticas e relatórios ambientais (Gaio e Monteiro, 2009).

O Socially Responsible Investment (SRI) da Bolsa de valores de Joanesburgo, teve origem na África do Sul, foi o primeiro índice a ser criado pelos países Africanos e é semelhante ao *FSTE4Good* pois considera os critérios relacionados com as políticas internas, gestão de pessoal, *reporting* e consulta pública (Gaio e Monteiro, 2009).

Após a compreensão do conceito de fundo de investimento foi importante analisar neste capítulo a sua extensão a outros sectores. O alargamento a outros sectores conduz aos fundos éticos e socialmente responsáveis. Esta forma de ativo agrupa na sua carteira ações de empresas com políticas de responsabilidade social.

A composição destes fundos, e a conseqüente procura e crescimento origina o investimento socialmente responsável. Os critérios de screening utilizados por gestores de carteiras especializados, captam o interesse de investidores nestes *portfolios* e o exemplo disso é o crescimento do nº de fundos existentes atualmente e o valor dos mesmos sob gestão.

O crescimento do número de empresas com políticas de responsabilidade social nos últimos anos tem sido exponencial. O agrupamento destas empresas sob a forma de índices de mercado tem, igualmente conhecido, um crescimento. Neste capítulo, identificaram-se e descreveram-se alguns dos índices sociais com maior relevo a nível internacional.

7. Bolsa de Valores Sociais Portuguesa

O crescimento dos índices sociais é indicador de um desenvolvimento do mercado de valor social nas suas diversas vertentes. O objetivo deste tipo de bolsa é o de articular a ligação entre organizações da sociedade civil e empresas com trabalhos na área da educação e do empreendedorismo e investidores sociais (compradores das suas ações sociais). Segundo o Diário Económico (2009, Novembro 2), o conceito subjacente à Bolsa de Valores Sociais (BVS) é o mesmo de uma bolsa de valores tradicional. Existem organizações, da sociedade civil, que desenvolvem trabalhos na área da Educação e do Empreendedorismo que procuram captar o investimento de investidores sociais que dão o apoio a estas organizações através da aquisição das suas ações sociais. Este apoio é assim visto não sob uma ótica de caridade mas sob uma forma de investimento geradora de um lucro social. Celso Grecco, responsável pela BVS, refere na VER (2012, Fevereiro 23) que “a existência de uma bolsa de valores sociais que pretende ser mais do que filantrópica, aliando retorno financeiro ao retorno social e provando que é possível fortalecer o tecido social português e a Economia Social através de instrumentos financeiros inovadores, é um grande contributo”.

As organizações e os projetos que são aceites na BVS são apresentados no *site* de modo a que o investidor social possa conhecê-los e assim canalizar o seu investimento para aqueles que mais se enquadram com os seus interesses sociais, sejam no âmbito do tema, religião, valor ou tipo de projeto. O investidor pode adquirir ações sociais disponibilizadas no *site*, cada uma com o valor de 1 €, sendo a aquisição mínima de 5 ações. É o investidor que determina o valor a aplicar em cada projeto, organização, podendo inclusive constituir um *portfolio* de investimentos com diversas ações de várias organizações, projetos (Bolsa de Valores Sociais, 2009).

Em Portugal, a criação desta bolsa foi apoiada pela Euronext Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian e EDP. A Bolsa iniciou-se com a emissão de ações de 4 organizações (Dinova, Cooperativa Terra Chã, Operação Nariz Vermelho e a Associação Portuguesa de Portadores de Trissomia 21), visando o financiamento das mesmas. O projeto tem como objetivo obter um retorno social através do lucro obtido e o alargamento a outras instituições com projetos de carácter social. Segundo, Filipe

Santos, Professor Associado e Diretor da Escola de Negócios Sociais do INSEAD, no site VER (2012, Fevereiro 23) o empreendedorismo social tem por base elementos essenciais ao abordar problemas negligenciados da sociedade, ao mesmo tempo que desafia a visão tradicional e utiliza modelos de negócio inovadores que conferem sustentabilidade aos negócios e consequentemente à sociedade. Para este professor, um “negócio” passa por ser uma combinação de recursos para criar valor, ao mesmo tempo que é social ou seja tem por objetivo maximizar o impacto, pelo que “o empreendedorismo social tem que ser um bom negócio”. O presidente da Euronext Lisboa, Miguel Ataíde Marques, assegura no Diário Económico (2009, Novembro 2) que o critério de integração destas instituições da Bolsa é semelhante aquele utilizado para as empresas cotadas em bolsa, pautando-se pela seleção e pelo escrutínio e assegurando a transparência da informação.

A BVS foi criada pela Atitude – Associação para o Desenvolvimento do Investimento Social, a mesma empresa que já havia criado a BVS&A (primeira bolsa de valores sociais do mundo) para BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores do Brasil. Assim a BVS portuguesa adquire o estatuto de ser a primeira na Europa e a segunda no mundo. O responsável pela BVS, Celso Grecco, refere na VER (2012, 23 Fevereiro) que em 2011 foram geridos 1,2 milhões de euros em investimento sociais. Os 900 investidores sociais contabilizados em 2010 cresceram para 3000 registados no início de 2012. A Comissão europeia considerou a BVS como um modelo para o desenvolvimento da Economia Social na Europa”. Também o governo português, segundo o Diário Económico (2012, 17 de Fevereiro) manifestou em Janeiro de 2012 disponibilidade para colaborar com a Bolsa de Valores Sociais (BVS), no sentido de alargar aquilo que considerou ser uma “iniciativa de empreendedorismo social”.

A BVS compromete-se a disponibilizar ao investidor feedback sobre a monitorização do investimento assim como os relatórios e os resultados de impacto social. Com este investimento uma empresa poderá utilizar o selo de “Investidora Social na BVS”, assim como marketing social e outras ações junto dos *stakeholders* (Bolsa de Valores Sociais, 2009). De acordo com a VER (2012, Fevereiro 23) em 2012, a BVS pretende fazer o lançamento da *social bonds*, com o objetivo de atrair novos investidores e permitir, assim uma reciclagem do dinheiro investido pelos investidores.

O capítulo 7 deste trabalho pretendeu descrever uma outra temática ligada à prática social empresarial: a Bolsa de Valores Sociais. Este instrumento é o reflexo de uma sensibilidade nacional à temática da responsabilidade social.

8. Desempenho Social e Financeiro

O trabalho de Berman et al. (1999), identificou variáveis como os trabalhadores e a qualidade/segurança do produto como afetando diretamente o desempenho financeiro de uma empresa. Estes autores confirmam a orientação das teorias sobre *stakeholders* que enfatizam que a forma como a empresa gere as suas relações com os trabalhadores e clientes, especialmente as questões relacionadas com a qualidade/segurança do produto podem ter um impacto significativo no desempenho financeiro.

Num outro plano, Cortez et al. (2008), estabeleceram 3 tipos de abordagens entre desempenho social e financeiro:

- a) A primeira abordagem envolve a avaliação do desempenho de empresas com boas práticas sociais versus aquelas que não tem este registo. Neste âmbito, a autora refere os estudos longitudinais de Markowitz (citado em Cortez et al., 2008) como inconclusivos, secundados por resultados mais recentes (Margolis e Walsh, 2003; Orlitzky et al., (citado em Cortez et al., 2008) que demonstraram uma correlação positiva ente responsabilidade social empresarial e desempenho financeiro.
- b) O segundo conjunto de estudos de Grossmanand, Sharpe, Guerard, Kurtz and DiBartolomeo, Sauer, Statman, (citado em Cortez et al., 2008) compara a performance de índices que excluem empresas com fracas práticas sociais e que apresentam um desempenho semelhante ao dos índices generalizados.
- c) Uma terceira área analisa o desempenho de fundos de responsabilidade social comparando-os com os fundos convencionais ou índices. Apesar de mais recentes, o problema de mensuração do desempenho continua a ser comum aos investigadores desta temática (Cortez et al., 2008).

Exemplo da primeira abordagem é o trabalho de Guerard (1997), que não identificou, no período compreendido entre 1987-1994, diferenças estatisticamente significativas entre a média de rentabilidades de carteiras de empresas com políticas sociais e daquelas sem áreas de atuação nesse âmbito. Os resultados do estudo de Gaió e Monteiro (2009), indicaram que as empresas com prática de ações de sustentabilidade listadas no índice ISE da Bolsa de valores de S. Paulo, não

apresentaram um desempenho melhor comparativamente a empresas sem essa prática. Os resultados indicaram que as empresas daquele índice não apresentaram um desempenho mais positivo quando comparadas com empresas externas ao índice (Gaio e Monteiro, 2009). Assim, pode ser legítimo verificar que existem resultados encontrados aquando da comparação entre fundos de responsabilidade social e fundos convencionais que não apresentam diferenciação.

O estudo de Cortez et al. (2008), incidiu sobre o desempenho de fundos europeus socialmente responsáveis, ao invés de estudos anteriores efetuados no mercado europeu e americano. Os resultados permitem demonstrar que o desempenho dos fundos éticos é semelhante ao desempenho das carteiras convencionais e ligeiramente superior quando comparado com índices de responsabilidade social. Este ponto permite aos investidores escolherem fundos com base num critério social sem comprometerem a rentabilidade financeira (Cortez et al., 2008).

Kreander et al. (2002), na análise do desempenho de 40 fundos éticos de 7 países europeus, compreendido entre 1996 e 1998, não identificou penalizações significativas para os investidores dos fundos éticos. De facto, 15 fundos tiveram um melhor desempenho que o seu *benchmark* internacional. O mesmo trabalho detectou que o menor desempenho dos fundos éticos parecia estar relacionado não com o screening de acções das empresas que constituíam os fundos mas sim com a capacidade de *timing* de mercado que os gestores de *portfolios* apresentavam. Também, foi detectado que os fundos britânicos apresentaram um melhor desempenho comparativamente aos outros fundos europeus.

Também no estudo da performance de 60 fundos (30 éticos e 30 convencionais) do Reino Unido, Holanda, Suécia e Alemanha, ente 1995 e 2001, verificou a inexistência de uma diferença significativa nas medidas de desempenho entre os 2 grupos de fundos. Os fundos éticos tiveram um desempenho semelhante aos *benchmarks* do mercado (Kreander et al., 2005).

Um relatório da Jewson Associates de 2008, segundo a IFAonline.co.uk (2008, Março 17), comparou durante 10 anos o nível de desempenho entre fundos éticos e convencionais, do Reino Unido, EUA, Europa, tendo verificado que o investimento em fundos IRS apresentou um melhor desempenho mas com níveis de volatilidade ou

risco maiores. No caso do Reino Unido, foi detetada uma correlação entre a rentabilidade dos fundos éticos e o desempenho das empresas de pequena e média capitalização bolsista, justificando assim uma maior volatilidade.

O trabalho de Bello (2005), analisou, igualmente, o desempenho dos fundos ISR comparativamente aos fundos convencionais e o desempenho entre screening e características como a diversificação e a dimensão das empresas nos portfolios. O trabalho deste autor constatou que o efeito da diversificação não é significativo entre fundos convencionais e éticos; a dimensão da empresa através do screening não funcionou como um enviesamento e o desempenho do risco ajustado entre os 2 tipos de fundos não foi estatisticamente significativo.

Margolis e Walsh (2001) estudaram cerca de 80 trabalhos sobre portfolios ISR e constataram que cerca de 50% dos resultados desses estudos apresentaram uma relação positiva entre a prática de responsabilidade social empresarial e o desempenho de fundos ISR. De facto, apenas 5 % dos estudos apresentaram uma ligação negativa, tendo os restantes, registado uma ligação neutra (Charity SRI).

Bauer et al. (2005), estudaram o desempenho de 103 fundos éticos alemães, americanos e britânicos, entre 1990 e 2001, tendo encontrado diferenças pouco significativas em retornos ajustados ao risco entre os fundos éticos e convencionais. O trabalho verificou que os fundos éticos estão menos expostos à variabilidade de rentabilidade do mercado que os fundos não éticos. Os fundos éticos britânicos e alemães estão mais fortemente expostos a empresas de pequena capitalização, enquanto os fundos americanos investem mais em empresas de grande capitalização. Num segundo ponto, os autores identificaram que após uma fase de fraco desempenho no início dos anos 90, os fundos éticos forneceram uma rentabilidade média ajustada ao risco semelhante à dos fundos convencionais entre 1998 e 2001. Finalmente, o trabalho destes autores concluiu que os índices éticos tiveram um pior desempenho que os índices convencionais na explicação do desempenho da rentabilidade dos fundos éticos. Por outro lado, Benson (2006) constatou que os betas entre sectores de atividade eram significativamente diferentes uns dos outros e variavam consoante os fundos e o seu tipo, evidenciando uma diferença entre os fundos ISR e convencionais

A análise de 3 *screens* sociais (relações laborais, relações de comunidade e desempenho ambiental) aplicados aos fundos IRS e a forma como estes se relacionam com o desempenho financeiro foi efetuada por Barnett e Salomon (2006). Os autores concluíram que o screening da variável relações de comunidade aumentou a performance enquanto as relações laborais e o desempenho ambiental diminuíram a performance. Existe um potencial em beneficiar do desempenho superior do investimento sustentável (Van de Velde et al., 2005).

Orlitzky et al. (2003), constataram que existe uma relação positiva entre desempenho social corporativo (DSC) e desempenho financeiro corporativo (DFC) mas a extensão da correlação positiva tem o impacto de características como a reputação da empresa, divulgação da DSC e a medida de mercado da DFC. Uma análise de 52 estudos quantitativos ao longo de 30 anos revelou uma associação estatisticamente significativa entre o desempenho social corporativo e o desempenho financeiro, apresentando resultados compreendidos entre o extremamente positivo e modestamente positivo. A reputação da empresa é importante assim como a sua atividade. Hong e Kacperczyk (2006), verificaram que as “sin stocks”, ações de empresas “pecadoras” (tabaco, álcool, pornografia), são detidas em menor quantidade por investidores institucionais, concluindo que as normas sociais podem ter consequências importantes na eficiência e retorno do mercado.

O desempenho dos fundos ISR apresentou um desempenho inferior aos seus *benchmarks*, no entanto, as diferenças não foram estatisticamente significativas. O autor concluiu que os ativos filtrados com critérios sociais não apresentam qualquer desvantagem em termo de desempenho quando comparados com os outros ativos convencionais (Schröder, 2004). A *performance* dos fundos e dos índices sociais foi, igualmente estudada por Statman (2000), tendo este autor verificado que o Domini Social Index, uma versão social do índice S&P 500, apresentou um melhor desempenho, entre 1990 e 1998, que o seu congénere assim como a rentabilidade ajustada ao risco. No entanto, as diferenças não foram estatisticamente significativas. Também os fundos de investimento responsável tiveram uma melhor *performance* que os fundos convencionais da mesma dimensão de carteira, apesar de as diferenças não serem estatisticamente significativas.

Neste capítulo, procurou-se exemplificar algumas das variáveis que têm um efeito no desempenho financeiro da empresa, assim como algumas abordagens que a literatura estabelece entre estes elementos. Esta análise foi feita para as empresas fundos éticos e índices, verificando-se de forma generalizada um desempenho semelhante entre empresas com políticas de responsabilidade social e fundos éticos e empresas e fundos sem qualquer prática empresarial social.

Metodologia e Análise de Dados

1. Dados

O *screening* dos fundos foi feito através do site de vários bancos portugueses de acordo com a Tabela 2.

1	Banco Comercial Português (Millennium BCP)
2	Banco Espírito Santo (BES)
3	Banco Internacional do Funchal (BANIF)
4	Banco Popular
5	Banco Português de Negócios (BPN)
6	Montepio Geral (Montepio)
7	Banco BPI (BPI)
8	Caixa Geral de Depósitos (CGD)
9	Banco Santander Totta (Totta)
10	ActivoBank7 (Bank 7)
11	Banco Best
12	Banco Bigonline
13	Banco Invest
14	Crédito Agrícola

Fonte: Jornais Portugueses

Tabela 2: Lista de bancos portugueses

Os bancos on-line como o BEST, Big-Online e ActivoBank7 são aqueles que dispõem dos sites com melhores filtros para fazer a procura de fundos. A não existência de fundos de investimento socialmente responsáveis portugueses, originou um *screening* que contemplou a área geográfica internacional (Todos), categoria de Éticos e Responsáveis, associados à Energia (por exemplo: renováveis) e Recursos Globais (por exemplo: água), (vide Tabela 3). Foram selecionados todos os fundos que disponibilizaram informação no *website* referente à composição da carteira, rentabilidade, sectores e universo de investimento, entre outras características relativas ao portfolio do ativo.

Classe	Área Geográfica	Sector
Fundos de Tesouraria	Europa	Financeiro
Fundos de Obrigações	América do Norte	Bens e Serviços
Fundos de Ações	Ásia	Recursos Globais
Fundos de Fundos e Mistos	Mercados Emergentes	Saúde
Fundos PPR	Global	Energia
Fundos Alternativos	Portugal	Imobiliário
Todos	Todos	Éticos e Responsáveis
-----	-----	Tecnologia e Telecomunicações

Tabela 3: Critérios de Screening

A recolha de informação sobre os fundos foi efectuada do seguinte modo:

1. Pesquisa de fundos comercializados em Portugal nos sites dos bancos portugueses;
2. Levantamento do código *International Securities Identification Number* (ISIN) associado a cada fundo;
3. Recolha de informação qualitativa sobre o fundo, com base no código ISIN, no site do activo, na *Bloomberg* e na *Morning Star*;
4. Levantamento de informação sobre o histórico de cotações dos fundo na base de dados *Datastream*;

A informação disponibilizada nos sites dos fundos, sobre a sua data de inicio não coincidiu com a existente na *Datastream* pelo que se deu primazia aos dados desta última (Tabela 4).

2. Caracterização da Amostra

Foram identificados 40 fundos comercializados pelos bancos portugueses. A recolha de informação sobre os mesmos teve como consequência a eliminação de alguns desses fundos com base nas seguintes características:

5. Estavam inactivos no momento do estudo;
6. Tinham data de início posterior a 2008 e como tal não completavam um histórico de 3 anos;

As cotações de todos os fundos seleccionados foram recolhidas em Euros.

Para servir de *benchmark* não social e assim representar o comportamento do mercado empresarial global foi utilizado o índice *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCIWI). Esta escolha deve-se ao facto do universo de investimento dos fundos incluir empresas internacionais. O MSCIWI inclui uma série de pequenas organizações dos mercado accionistas de todo o mundo. A escolha do índice radicou na diversificação internacional que o mesmo apresentava, pois indicia uma melhor representação da performance empresarial global.

O índice *Dow Jones Sustainability World Enlarged Index* (DJSWEI), foi utilizado como *benchmark* social. A sua utilização deveu-se ao facto do mesmo ser constituído por empresas líderes globais ao nível da sustentabilidade, de acordo com a identificação do SAM através de uma avaliação de sustentabilidade empresarial. O índice representa 20% das 2500 empresas presentes no índice *Dow Jones Global Total Stock Market Index* que foram seleccionadas com base em critérios de longevidade económica, ambiental e social.

O ativo sem risco estudado foi o índice *J.P. Morgan GBI Global*, trata-se de um índice internacional que reflete as emissões de renda fixa de países desenvolvidos como os Estados Unidos, a Europa e a Ásia. O histórico do índice remonta a 1989, dado que o mesmo passou a incluir índices que cobrem a zona Euro, agências de obrigações americanas e taxas de depósitos financeiros. A selecção deste fundo como activo sem risco, teve por base a diversificação que o portfolio de obrigações apresentava e o que significaria uma melhor representação.

A Tabela 4, apresenta um resumo das principais características dos fundos: código ISIN, a designação da *Bloomberg*, o universo de investimento, os sectores de atividade onde os fundos investem e a sua data de início (disponibilizada pela *Datastream*). A análise desta tabela permite verificar que a carteira de 13 fundos tem uma maior percentagem de investimento nos Estados Unidos, seguido do Reino Unido, Canadá e Zona Euro. No que se refere a sectores a Indústria, a Energia, Materiais e *Utilities* são aqueles que têm maior percentagem de representação no portfolio dos fundos. Numa análise à data de origem, registada pela *Datastream*, os fundos da *JPMorgan Global Natural Resources* (EUA e EU) são os que apresentam um histórico maior, com data inferior a 1991, seguido do *Threadneedle Lux Global Energy* de 1996. Os restantes fundos possuem uma data superior a 2000.

De acordo com a categorização apresentada no ponto 5 deste trabalho e no que se refere à natureza dos ativos todos os fundos selecionados para análise são de investimento mobiliário; são maioritariamente de ações, existindo apenas um de obrigações: *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate*. Na categoria “Espaço de Actuação”,¹⁸ dos fundos são estrangeiros com exceção do *European Responsible Fund* que é internacional, ou seja é gerido por uma entidade domiciliada em território nacional, a Espírito Santo Ativos Financeiros (ESAF) mas com aplicações no mercado internacional.

1	Nome do Fundo	ISIN	Código Bloomberg	Universo de Investimento (%)						Sectores (%)						Data de Início (Datastream)	
				Estados Unidos	Reino Unido	Suíça	França	Japão	Outros	Industrial	Utilities	Energia	Tecnológico	Cuidados de Saúde	Outros		
1	AMUNDI FUNDS AQUA GLOBAL - SE (C)	LU0272933796	CAFAGAC	40,6	17,8	7,43	7,23	7,05	19,89	44,12	39,25	5,15	3,29	2,19	6	27-12-2006	
2	BLACKROCK GLOBAL FUNDS - NEW ENERGY E2	LU0171290074	MERNEWA	31,14	8,6	8,22	7,96	6,36	37,72	31,63	27,13	16,07	5,65	5,29	14,23	09-03-2001	
3	BLACKROCK WORLD ENERGY FUND	LU0171301533	BGWEA2H	54,7	18,21	10,71	5,21	4,65	6,52	97,99	1,35	0,66	0	0	-----	28-11-2002	
4	BNP PARIBAS L1 GREEN FUTURE N ACC	LU0251281332	FORESPC	39,19	24,44	9,55	9,25	5,62	11,95	64,19	11,88	9,73	5,1	5,03	4,07	13-6-2006	
5	DWS INVEST CLIMATE CHANGE NC	LU0298650788	CIMCCEQ	42,00	8,00	8,00	8,00	7,00	27,00	Equipamento Semicondutor e Produtos 21,00	Componentes Eléctricos e Equipamento 18,00	Químicos 6,00	Equipamento Eléctrico 5,00	Automóveis e Componentes 5,00	Outros 44,00	25-5-2007	
6	DWS INVEST CLEAN TECH NC	LU0298650789	DWSSCLFC	43,68	33,55	8,72	6,14	4,92	2,99	45,84	Hardware 19,4	Utilities 18,16	Bens de Consumo 12,01	Saúde 2,5	Outros 2,09	03-01-2000	
7	DWS INVEST NEW RESOURCES NC	LU0237015457	HVJX	35,61	22,69	10,67	8,33	7,72	14,98	64,1	Utilities 12,24	Hardware 11,01	Bens de Consumo 8,51	Saúde 3,07	Outros 1,07	28-02-2006	
8	DWS INVEST RESPONSIBILITY NC	LU0145643903	DWSSLLC	26,05	15,87	11,98	10,28	6,99	28,83	12,67	12,48	12,48	11,88	11,38	39,11	06-04-2002	
9	EUROPEAN RESPONSIBLE FUND	LU0161220339	EURESPC	52,5	24,97	15,09	5,18	2,26		Serviços Financeiros 25,14	Bens de Consumo 14,05	Energia 12,58	Saúde 12,36	Bens Industriais 10,49	Outros 25,38	31-03-2004	
10	JPMORGAN GLOBAL NATURAL RESOURCES	GB0031835118	FLEGNRE	38,72	19,55	17,88	5,97	5,67	12,21	73,06	Energia 25,73	Bens de Consumo 0,98	Utilities 0,19	Serviços 0,04	-----	<1991	
11	JPMORGAN GLOBAL NATURAL RESOURCES FUND (USD)	LU0208853944	JPMGNDC	34,10	25,10	18,00	13,60	5,70	3,50	34,80	Metal e Diversos 31,60	Ouro e Metais Preciosos 26,20	Energia 6,10	Diamantes e Outros 1,30	Soft Commodities 1,30	-----	<1991
12	PARVEST SUSTAINABLE BOND EURO CORPORATE	LU0265289339	PAESSCC	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não Aplicável	Não	19-12-2006	
13	PICTET-CLEAN ENERGY-R EUR	LU0280435461	PFLCLNR	34,37	7,84	6,51	5,85	5,12	40,31	37,51	Serviços Públicos 22,08	Materiais 17,4	Hardware 16,65	Bens Consumo 3,43	Outros 2,93	15-5-2007	
14	PICTET-EUROPEAN SUSTAIN EQUITIES-R EUR	LU0130732109	PBFC	25,27	17,09	12,07	10,79	6,93	27,85	21,48	Energia 18,88	Financeiro 15,57	Bens de Consumo 11,76	Cuidados de Saúde 10,99	Outros 21,32	07-10-2001	
15	PICTET-WATER-R EUR	LU0104885248	PICWARA	43,61	13,15	9,19	8,38	4,05	21,62	42,02	Utilities 37,93	Industrial 13,83	Bens não consumíveis 1,54	Energia 1,31	Tecnológico 3,37	03-01-2000	
16	PIONEER FUNDS GLOBAL ECOLOGY C EUR NON-DISTRIBUTING	LU0271656133	HYPECOT	38,7	33,8	12,5	6,9	4,7	3,4	28,6	Industrial 22,2	Utilities 15,9	Materiais 12,9	Tecnológico 6,3	Bens de Consumo 14,1	17-08-2001	
17	SCHRODER ISF GLOBAL ENERGY	LU0256332452	SCHGLB1	43,09	22,87	12,95	9,37	5,28	6,44	96,73	Energia 3,27	Materiais Emergentes 0	Software UK 0	Hardware 0	Media 0	-----	07-04-2006
18	THREADNEEDLE (LUX) GLOBAL ENERGY	LU0143868585	AMGEDEH	83,89	11,16	2,33	1,42	1,2	0	80,25	Energia 19,75	Materiais Emergentes 0	Software UK 0	Hardware 0	Media 0	-----	25-01-1944
19	UBS (LUX) EQUITY FUND GLOBAL INNOVATORS (EUR) P	LU0130799603	UBSGI88	30,7	10,22	8,99	5,95	5,46	38,68	36,14	Utilities 19,76	Industrial 13,49	Utilities 10,6	Cuidados de Saúde 8,07	Tecnológico 11,94	Outros	17-8-2001

Tabela 4: Caracterização dos Fundos

3. Estatísticas Descritivas

O histórico de cotações destes fundos foi recolhido entre 01 de Janeiro de 2008 e 31 de Dezembro de 2010.

Com base nas 156 semanas de dados, e de modo a contornar os enfiamentos registados pelo *weekend effect*¹ (French,1980) foram seleccionadas as cotações correspondentes às Quartas-feiras de cada semana do histórico de cotações. Assim, foram analisadas para cada fundo, as cotações de 156 Quartas-feiras.

A análise de rentabilidade de cada fundo, foi calculada de acordo com a equação:

$$r_{jt} = \text{Ln} \left(\frac{P_{jt} + D_{jt}}{P_{jt-1}} \right) \quad (1)$$

onde r_{jt} é a rentabilidade do fundo j na semana t ; P_{jt} é o preço da ação j na semana t ; D_{jt} é o valor do dividendo pago pelo fundo naquela semana; P_{jt-1} é cotação da ação na semana anterior (Neves, 2000).

Com base no histórico de cotações de cada um dos fundos e da sua rentabilidade procedeu-se à análise da sua evolução durante os 3 anos. O tratamento de dados foi efetuado através do programa *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS), versão 15.0.

Cada um dos fundos foi comparado com os 2 índices de mercado. As figuras 3 a 6 permitem visualizar o comportamento dos fundos *JPMorgan Global Natural Resources Fund* (EU) (FLEGNRE), *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate* (PAESSCC), *Blackrock Global Funds-New Energy* (MERNEWA) e *UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators* (UBSGI89). O comportamento dos restantes fundos pode ser consultada no anexo 1.

¹ Weekend Effect – fenómeno financeiro em que o retorno das acções à Segunda-feira é significativamente inferior ao da Sexta-Feira anterior. Algumas teorias defendem que esta constatação está relacionada com o facto das empresas lançarem as más notícias à Sexta-feira, após o fecho dos mercados, prejudicando o preço na Segunda-feira. Outras teorias defendem que se relaciona com o efeito psicológico dos investidores, onde a confiança e optimismo da Sexta-feira se desvanece até Segunda-feira.

O *crash* de 2008 que afetou as bolsas mundiais e criou a crise económica global mais séria desde a Grande Depressão de 1930 (Hodgson, 2009) pode facilmente ser verificado nas figuras 3 a 6 assim como naquelas em anexo (vide anexo 1). O *crash* teve início a 1 de Outubro de 2008 mas ocorreu na Segunda-Feira de 6 de Outubro com o mercado a registar 8 dias consecutivos de queda.

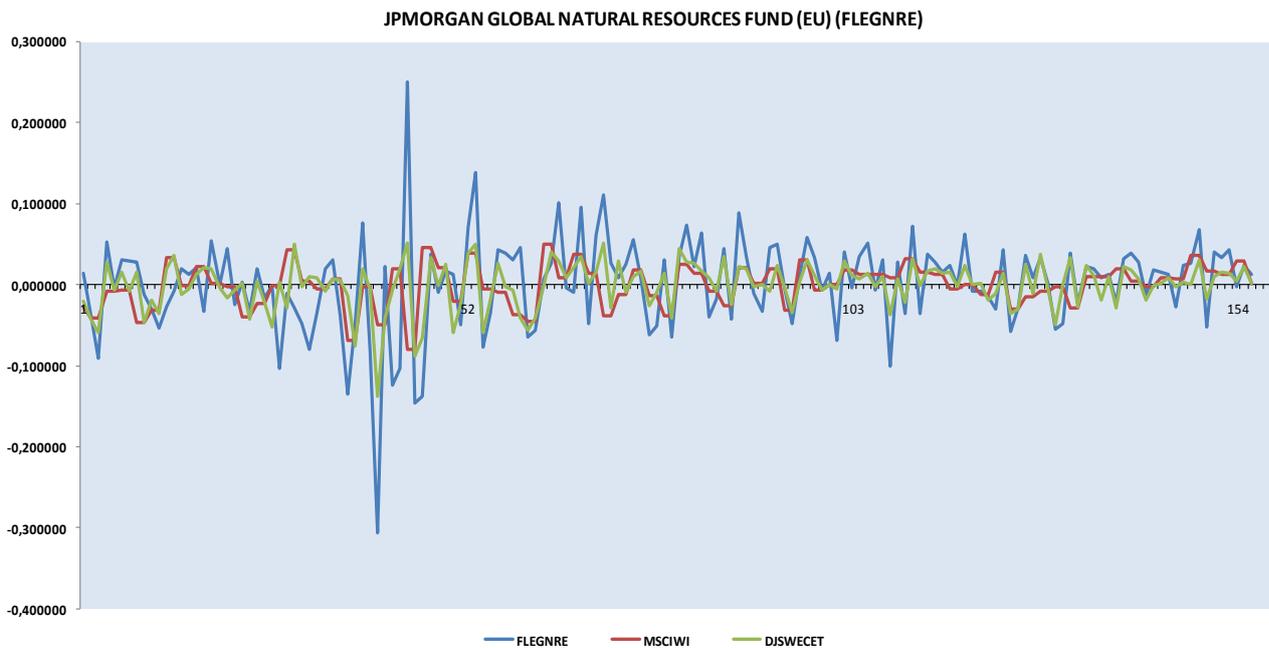


Figura 3: Evolução semanal do fundo FLEGNRE e dos índices MSCWI e DJSWECET (156 semanas)

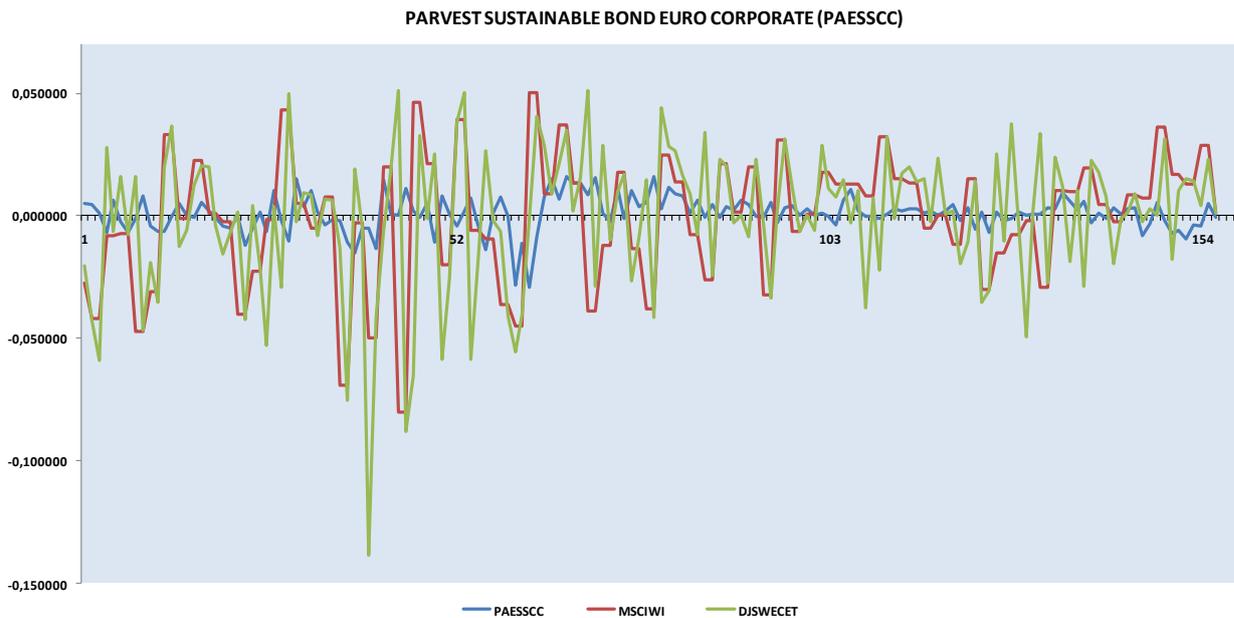


Figura 4: Evolução semanal do fundo PFLCLNR e dos índices MSCWI e DJSWECET (156 semanas)

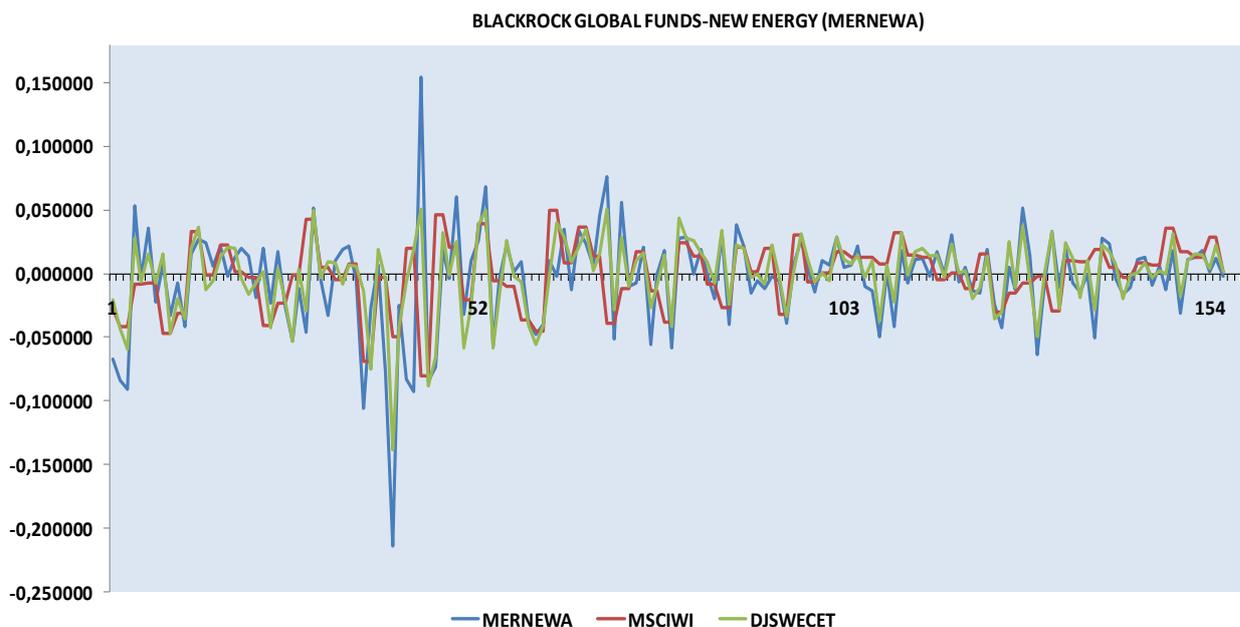


Figura 5: Evolução semanal do fundo MERNEWA e dos índices MSCIWI e DJSWECET (156 semanas)

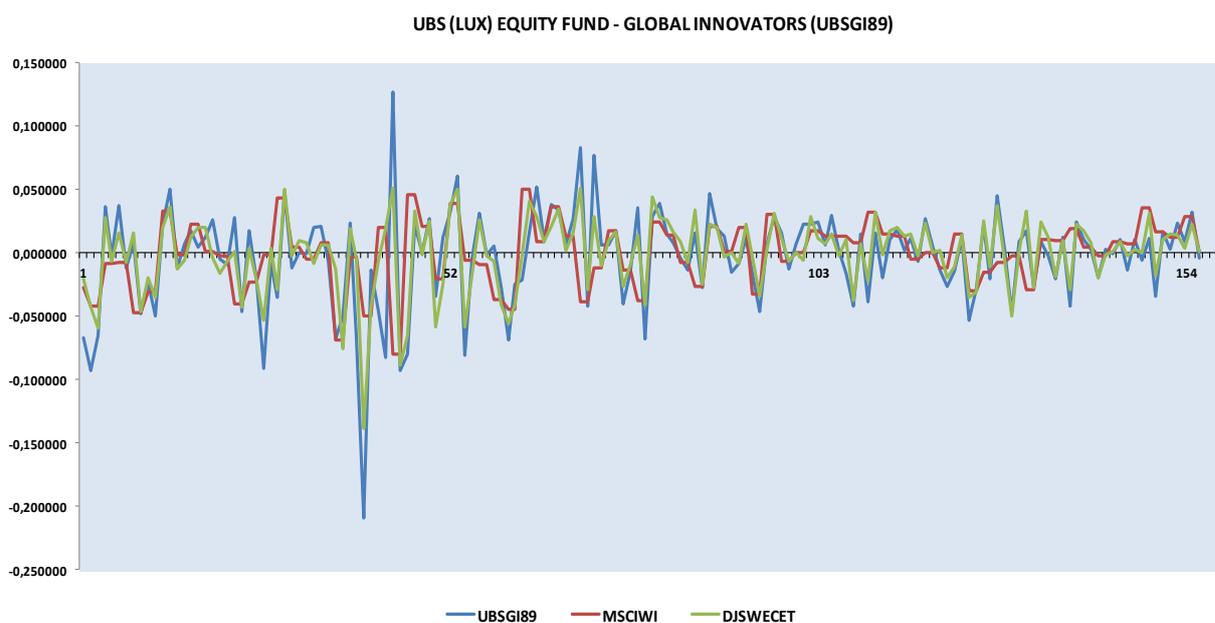


Figura 6: Evolução semanal do fundo UBSGI89 e dos índices MSCIWI e DJSWECET (156 semanas)

As sucessões cronológicas referentes às taxas de rendibilidade em estudo foram alvo de testes de estacionariedade. Foi aplicado o teste ADF e verificou-se que todas estas sucessões eram estacionárias. Tal facto, permitiu a estimação com o método dos mínimos quadrados dos modelos de regressão necessários.

A estatística descritiva dos 18 fundos apresentou os resultados visíveis na tabela 5.

Código Bloomberg	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Variância	Assimetria	Curtose
AMGEDEH	-0,2127	0,1064	-0,0009	0,0455	0,0021	-0,9488	2,9476
BGWEA2H	-0,1548	0,0952	-0,0004	0,0368	0,0014	-0,7098	1,3682
CAFAGAC	-0,1545	0,0962	-0,0004	0,0292	0,0009	-0,9385	4,7149
CIMCCEQ	-0,1793	0,1274	-0,0031	0,0393	0,0015	-0,6064	2,5994
DWSSLLC	-0,0938	0,1060	-0,0011	0,0277	0,0008	-0,1385	1,8683
EURESPC	-0,0733	0,0820	0,000041	0,0223	0,0005	0,0118	1,5745
FLEGNRE	-0,3061	0,2499	0,0012	0,0584	0,0034	-0,7232	6,1592
FORESPC	-0,2212	0,1052	-0,0032	0,0369	0,0014	-1,5843	7,3489
HVJX	-0,1715	0,1170	-0,0019	0,0380	0,0014	-0,5937	2,7302
HYPECOT	-0,1624	0,1218	-0,0012	0,0343	0,0012	-0,8204	3,4684
JPMGNDC	-0,2750	0,1941	0,0004	0,0548	0,0030	-0,7623	4,2397
MERNEWA	-0,2141	0,1545	-0,0041	0,0391	0,0015	-0,9628	6,2050
PAESSCC	-0,0292	0,0161	0,0008	0,0070	0,0000	-0,8181	3,1919
PBFC	-0,1496	0,1859	-0,0019	0,0364	0,0013	0,1194	5,0965
PFLCLNR	-0,2082	0,2354	-0,0029	0,0454	0,0021	-0,3938	9,1222
PICWARA	-0,1152	0,1262	-0,0003	0,0283	0,0008	-0,0806	3,5535
SCHGLB1	-0,2673	0,1786	0,0005	0,0493	0,0024	-0,7943	6,1092
UBSGI89	-0,2091	0,1273	-0,0033	0,0385	0,0015	-1,0994	5,2587
MÉDIA	-0,1838	0,1378	-0,0013	0,0379	0,0016	-0,6974	4,4695
MSCIWI	-0,0802	0,0502	-0,0007	0,0262	0,0006	-0,6001	0,3412
DJSWECET	-0,1385	0,0510	-0,0010	0,0288	0,0008	-1,1648	2,9411

Tabela 5: Estatística descritiva da rentabilidade dos fundos

A Tabela 5 resume as medidas de estatística descritiva dos fundos. A análise dos dados permite identificar os resultados que se analisam de seguida. Em termos médios, o *JPMorgan Global Natural Resources* (FLEGNRE) foi aquele que alcançou o resultado mais elevado: 0.12%. O segundo melhor desempenho pertenceu ao fundo *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate* (PAESSCC) com 0,08%, seguidos do fundo *Schroder ISF Global Energy* (SCHGLB1) e do *JPMorgan Global Natural Resources Fund-USD* (JPMGNDC) com 0,05% e 0,04%, respetivamente. Estes 4 fundos foram aqueles que apresentaram um desempenho positivo. Os restantes fundos apresentaram uma média de rentabilidade semanal negativa. O fundo com o maior desempenho negativo foi o *Blackrock Global Funds - New Energy*

(MERNEWA) com -0.41%. De seguida está o fundo da UBS, o *Global Innovators* (UBSGI89) com um desempenho médio ao longo de 3 anos de -0.33%. Também o *BNP Paribas L1 Green Future* (FORESPC) e o *DWS Invest Climate Change* (CIMCCEQ) apresentaram valores negativos acima dos -0.3%, neste caso -0.32% e -0.31%, respectivamente. No mesmo plano, o fundo que apresentou um maior risco foi o *JPMorgan Global Natural Resources – Europa* (FLEGNRE) com 5,84 %, seguido do *JPMorgan Global Natural Resources – USA* (JPMGNDC) com 5.48%. Os fundos *Schroder ISF Global Energy* (SCHGLB1), *Threadneedle Global Energy Equities* (AMGEDEH) e *Pictet-Clean Energy* (PFLCLNR) registaram um risco na ordem dos 4%, nomeadamente 4,93%, 4,55% e 4,54%. Estes resultados são mais facilmente visíveis nas Figura 7 e 8.

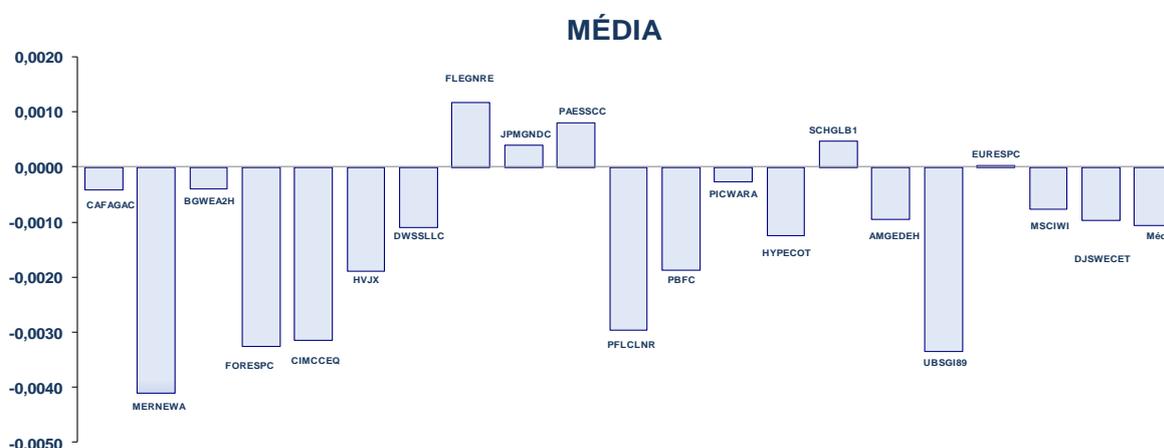


Figura 7: Média semanal

As maiores rentabilidades foram alcançadas com um maior risco *JPMorgan Global Natural Resources* (FLEGNRE), *Schroder ISF Global Energy* (SCHGLB1) e *JPMorgan Global Natural Resources – USA* (JPMGNDC). A exceção foi o *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate* (PAESSCC) que para uma rentabilidade positiva de 0,08% apresentou um risco baixo (0,7%). A volatilidade entre os fundos socialmente responsáveis é visível, pois o valor do *JPMorgan do Global Natural Resources – Europa* (FLEGNRE) é 734% superior ao *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate* (PAESSCC). Apesar deste último ser constituído por obrigações e o seu risco ser menor comparativamente aos fundos constituídos por ações. Não considerando, a amplitude originada por este fundo de obrigações a volatilidade seria de 162%, pois o *European Responsible Fund* (EUROSPC) teve um desvio padrão de

2.21%. Esta volatilidade é também confirmada pelos valores mínimos de -0.3061 do *JPMorgan Global Natural Resources – Europa (FLEGNRE)* e pelos seus máximos 0,2499 (vide Figura 8).

O *benchmark* dos fundos éticos, o índice *Morgan Stanley Capital International World Index (MSCIWI)*, obteve uma rentabilidade semanal negativa de 0,07% e o risco situou-se nos 2,62%. Também o índice de sustentabilidade *Dow Jones Sustainability World Enlarged Index (DJSWECET)*, obteve um desempenho médio negativo de 0,1% e um risco de 2,88%.

De um modo geral, a média de desempenho dos fundos situou-se nos -0,13% e o risco nos 3,79%.

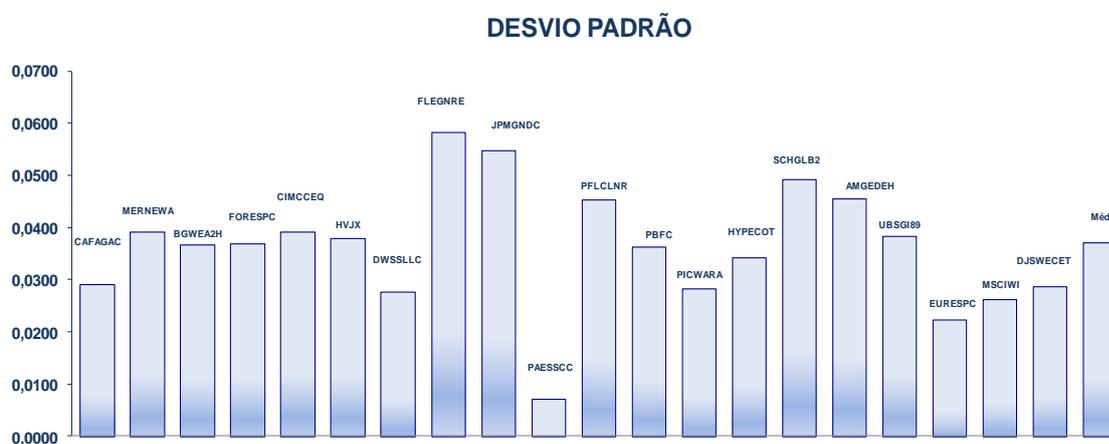


Figura 8: Risco Semanal

4. Rácios de Desempenho e Correlações

Procedeu-se a uma análise da correlação através do coeficiente de Pearson (r) entre os vários fundos e o índice social DJSWECET e não social MSCIWI de modo a procurar uma relação entre estes elementos (vide Tabela 6). O coeficiente de Pearson pode variar entre -1 e 1. O sinal indica a direção positiva ou negativa e o valor a força da relação entre as variáveis. Os valores entre 0,1 e 0,29 revelam uma correlação pouco forte; de 0,3 a 0,49 a relação entre variáveis pode ser considerada média; e de 0,5 a 1 a correlação é definida como forte (Cohen, 1988).

Código Bloomberg	Pearson (r)	
	MSCIWI	DJSWECET
AMGEDEH	,439(**)	,683(**)
BGWEA2H	,353(**)	,753(**)
CAFAGAC	,385(**)	,892(**)
CIMCCEQ	,344(**)	,840(**)
DJSWECET	,507(**)	1
DWSSLLC	,374(**)	,888(**)
EURESPC	,189(*)	,673(**)
FLEGNRE	,220(**)	,695(**)
FORESPC	,383(**)	,860(**)
HVJX	,315(**)	,816(**)
HYPECOT	,333(**)	,869(**)
JPMGNDC	,264(**)	,722(**)
MERNEWA	,281(**)	,803(**)
MSCIWI	1	,507(**)
PAESSCC	0,026	0,059
PBFC	,245(**)	,734(**)
PFLCLNR	,194(*)	,700(**)
PICWARA	,243(**)	,738(**)
SCHGLB2	,279(**)	,725(**)
UBSGI89	,333(**)	,862(**)

** A correlação é significativa ao nível de 0.01 * A correlação é significativa ao nível de 0.05

Tabela 6: Correlação entre os fundos e os índices MSCIWI e DJSWECET

No apuramento das medidas de desempenho financeiro dos fundos foi utilizado o índice Sharpe (1966), dado que este permite estabelecer uma relação entre o risco e a rentabilidade de um investimento. Este rácio dá-nos a média do prémio de risco para o risco total que a carteira possui durante o período em análise. Quanto maior o retorno e menor o risco, maior será o índice de Sharpe (Aiello e Chieffe, 1999).

$$S_j = \frac{\overline{r_j} - \overline{r_f}}{\sigma_j} \quad (2)$$

S_j é a medida Sharpe para o índice j ;

$\overline{r_j}$ é a média do índice j ;

$\overline{r_f}$ é a média da taxa do ativo sem risco;

σ_j é o desvio padrão da rentabilidade do índice;

O coeficiente β é a medida sintética da volatilidade da rentabilidade de um investimento às variações do mercado. Quanto maior for o β mais arriscado é o ativo (Neves, 2007). Este coeficiente foi estimado através da expressão, conhecida como modelo de mercado, e foi apurado através de uma regressão linear simples entre a rentabilidade das ações da empresa e a rentabilidade do mercado:

$$r_{ei} = a + \beta \times r_{mi} + \varepsilon_i \quad (3)$$

r_e representa a rentabilidade das ações da empresa;

r_m rentabilidade do mercado;

a interceção na origem;

β declive da regressão;

ε termo residual

O risco total divide-se em 2 tipos:

1. O risco específico da empresa ou não sistemático não está relacionado com um risco generalizado como seria o dos mercados, mas sim com algo que possa influenciar individualmente o desempenho da empresa. Por exemplo, o lançamento de um novo produto pela concorrência pode afetar os resultados da empresa (Neves, 2002). Esta componente de risco relaciona-se com fatores que afetam apenas o comportamento do título em análise e nunca da totalidade dos títulos no mercado (Pinho e Soares, 2007).

2. O risco de mercado ou sistemático afeta todas as empresas em geral, apesar de umas poderem ser mais influenciadas que outras. Um exemplo deste risco é as

alterações nas taxas de juro, ciclos económicos, preços das matérias-primas (Neves, 2002). Esta parte do risco total está relacionada com fatores que afetam o comportamento de todos os títulos de mercado (Pinho e Soares, 2007).

Num portfolio, o risco específico pode ser eliminado ou reduzido por efeito de diversificação, enquanto que o risco de mercado não pode ser diminuído pela via diversificação o que faz com que o risco total não possa ser eliminado por completo de uma carteira (Pinho e Soares, 2007).

A teoria do portfólio indica que o único risco de um ativo deve ser diversificado num portfolio de ativos e que o risco remanescente e indiversificável deve ser avaliado pelo mercado. Assim, a medida de Treynor (1965) utiliza o risco sistemático (β) e permite ao investidor comparar o retorno do índice individual com o retorno do mercado. Quanto maior for o rácio de Treynor melhor é a performance do fundo:

$$T_j = \frac{\overline{r_j} - \overline{r_f}}{\beta_j} \quad (4)$$

T_j é a medida Treynor para o índice j ;

β_j é o Beta ou risco sistemático do índice j ;

O alpha de Jensen, pode ser interpretado como o montante monetário de sobre-performance ajustada ao risco. Reflete a diferença entre a rentabilidade média de um portfolio gerido por um investidor com acesso a informação privilegiada e a rentabilidade esperada de um fundo gerido com base na informação disponibilizada ao público (Rodrigues, 2008). Assim e para que se possa avaliar se o fundo superou ou não o portfolio de mercado, calculou-se o alpha de Jensen:

$$\alpha_j = r_j - [r_m + \beta_j(r_m - r_f)] \quad (5)$$

α_j é a medida Jensen;

r_j é a rentabilidade do fundo;

r_f representa o retorno do ativo sem risco;

β_j é o Beta ou risco sistemático do índice j ;

r_m é a rentabilidade do mercado;

A Tabela 7 apresenta os resultados apurados para as referidas medidas de desempenho.

Morgan Stanley Capital International World Index (MSCWI)						
Código Bloomberg	Sharpe	β	Treynor	Adj. R²	Alpha	Test – T (p-value)
AMGEDEH	-0,02455	0,76124	-0,00147	0,18704	-0,00316	0,00065
BGWEA2H	-0,01677	0,49608	-0,00125	0,119149	-0,00591	0,00006
CAFAGAC	-0,02115	0,42858	-0,00144	0,142704	-0,00679	0,00194
CIMCCEQ	-0,08449	0,51486	-0,00644	0,112544	-0,00843	0,00000
DWSSLLC	-0,04757	0,39532	-0,00333	0,134527	-0,00787	0,00000
EURESPC	-0,00789	0,16083	-0,00110	0,029367	-0,00967	0,00000
FLEGNRE	0,01683	0,49005	0,00200	0,042311	-0,00442	0,02579
FORESPC	-0,09260	0,53934	-0,00634	0,141373	-0,00823	0,00000
HVJX	-0,05573	0,45645	-0,00464	0,093432	-0,0079	0,00001
HYPECOT	-0,04139	0,43472	-0,00326	0,105061	-0,00754	0,00403
JPMGNDC	0,00333	0,55178	0,00033	0,063741	-0,00443	0,01089
MERNEWA	-0,11032	0,41988	-0,01028	0,0732	-0,01058	0,00057
MSCWI	-0,03499	1,00000	-0,00092	NA	NA	NA
PAESSCC	0,08263	0,00694	0,08387	-0,00582	-0,01082	0,00000
PBFC	-0,05812	0,34057	-0,00622	0,054005	-0,00934	0,00001
PFLCLNR	-0,06864	0,33537	-0,00930	0,031264	-0,01048	0,00008
PICWARA	-0,01831	0,26152	-0,00198	0,052733	-0,00871	0,00011
SCHGLB1	0,00573	0,52375	0,00054	0,071798	-0,0047	0,00495
UBSGI89	-0,09142	0,48790	-0,00721	0,104841	-0,00897	0,00000

Tabela 7: Rácios de desempenho tendo por comparação o índice de mercado MSCWI

Os 4 fundos com melhor desempenho no índice de Sharpe foram o FLEGNRE, JPMGNDC, PAESSCC e SCHGLB1, o que significa que o retorno médio do fundo face ao risco foi de 1.6%, 0.3%, 8.2% e 0.5%, respetivamente. Estes fundos são aqueles que apresentaram um melhor desempenho de acordo com o risco. Os restantes ativos tiveram um desempenho negativo neste indicador. Os fundos com pior desempenho no índice de Sharpe foram o MERNEWA (-11,03%), UBSGI89 (-9,14%) e FORESPC (-9,26%).

O desempenho do índice *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCIWI) dado pela medida de Sharpe foi negativo (-3,49%) (Tabela 7). Estes resultados negativos, atendendo à fórmula de cálculo do índice Sharpe (2), indicam que um investidor obterá uma melhor rentabilidade se tivesse investido no ativo sem risco: *J.P. Morgan GBI Global*.

No β , e tendo por *benchmark* o índice *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCIWI), os fundos AMGEDEH com 0.76, FORESPC com o valor de 0.54, JPMGNDC (0.55), CIMCCEQ (0.51) e SCHGLB1 (0.52), foram os que apresentaram a maior sensibilidade face às variações no mercado. Assim e de cada vez que o mercado se rentabiliza em por exemplo 1%, os fundos rentabilizam-se naquela percentagem. Se o mercado se rentabilizasse em 2%, o fundo AMGEDEH rentabilizaria-se em 1.52%. O fundo PAESSCC foi aquele que apresentou um menor β (0,69%), o que significa que este ativo tem uma sensibilidade menor, face à variação do mercado, o que está em consonância com a composição da sua carteira que é constituída por obrigações.

Quando o retorno médio tem por denominador a sensibilidade do mercado (índice de Treynor), os resultados não são diferentes face ao rácio anterior. No rácio de Treynor, pode-se verificar que a rentabilidade de cada fundo quando comparada com o risco sistemático (β) obteve valores superiores nos fundos PAESSCC (8%) FLEGNRE (0.2%), SCHGLB1(0.05%) e JPMGNDC (0.0335%), o que significa que foram estes os fundos que apresentaram uma melhor performance. O menor resultado foi obtido no fundo MERNEWA com -1.02%.

Os coeficientes de determinação, dados por R^2 com os valores mais elevados foram: AMGEDEH (18,7%), CAFAGAC (14,3%) e FORESPC (14,1%). Estes valores são baixos e significam que a rentabilidade dos fundos é explicada, naquela percentagem, pelas variações do mercado, o que significa que existem outros fatores que explicam a *performance* dos ativos. Assim, a maior percentagem de risco destes fundos e conseqüentemente de todos os restantes reside não no risco do mercado mas no risco específico, ou seja inerente à carteira que compõe os fundos.

Os modelos de regressão foram estimados, tal como já referido, com o método dos mínimos quadrados e foram realizados os testes aos pressupostos de Gauss-Markov. Dado que a amostra tem uma dimensão considerada razoável, não foi

realizado o teste à normalidade dos resíduos. Para avaliar a ausência de autocorrelação dos resíduos foram aplicados os testes LM e Ljung-Box, tendo-se verificado que a hipótese nula de ausência de autocorrelação não é rejeitada na grande maioria das regressões estimadas.

Relativamente à homocedasticidade, os resultados dos testes de Breush-Pagan-Godfrey e White não são totalmente conclusivos, existindo divergência de resultados. Apesar de tudo verifica-se que muitos dos resíduos resultantes das regressões estimadas não são homocedásticos. Neste caso os estimadores do método dos mínimos quadrados continuam a ser não enviesados e consistentes, mas deixam de ser os mais eficientes (com variância mínima).

No presente caso e tendo como *benchmark* o MSCIWI, o alpha não apresentou valores acima de 0 para nenhum dos fundos. De facto, todos os valores calculados foram negativos.

O teste T assinalou diferenças estatisticamente significativas para um nível de confiança de 95%, o que significa que H1 foi aceite nos 18 fundos, ou seja existem diferenças entre o desempenho dos fundos e o mercado não social.

Na Tabela 8, em que o *benchmark* utilizado foi o índice Dow Jones Sustainability World Enlarged Index (DJSWECET), podemos verificar que 11 fundos apresentaram um valor de β superior a 1: FLEGNRE (1,41), JPMGNDC (1,38), SCHGLB1 (1,24), UBSGI89 (1,15), CIMCCEQ (1,147), PFLCLNR (1,11), FORESPC (1,10), MERNEWA (1,09), AMGEDEH (1,08), HVJX (1,08), HYPECOT (1,03), o que significa que face a uma variação no mercado existem 11 fundos cujo risco será superior naqueles valores. Por exemplo face a uma variação no mercado de 1% o risco do fundo FLEGNRE aumentaria 1.41. Na mesma o aumento de 1% no mercado, implicaria o aumento de 0,014 no risco não diversificável, ou seja no β .

Os valores dados pelo índice de Treynor foram apenas positivos para FLEGNRE (0,07%), JPMGNDC (0.013%), PAESSCC (4%) e SCHGLB1 (0.023%) o que indica serem estes os fundos com melhor performance quando comparados com o risco sistemático do mercado dado pelo índice DJSWECET. Dos 18 fundos analisados, apenas estes 4 apresentaram valores positivos nesta medida de desempenho. Os fundos que tiveram piores resultados neste indicador foram MERNEWA (-0,395%), FORESPC (-0,31%) e UBSGI89 (-0,31%).

O coeficiente de determinação ajustado, permitiu apurar que existem 5 fundos cuja variação na rentabilidade é explicada em mais de 70% pela variação da rentabilidade do mercado. CAFAGAC (79,4%), DWSSLLC (78,8%), HYPECOT (75,3%), FORESPC (73,4%), CIMCCEQ (70,4%). Apenas 4 fundos apresentaram valores abaixo de 50% na regressão estatística e desses apenas 1 apresentou valores negativos PAESSCC (0,025).

Dow Jones Sustainability World Enlarged Index (DJSWECET)						
Código Bloomberg	Sharpe	β	Treynor	Adj. R ²	Alpha	Test – T (p-value)
AMGEDEH	-0,02455	1,08184	-0,00103	0,46369	0,00105	0,69464
BGWEA2H	-0,01677	0,96391	-0,00064	0,56409	0,00011	0,29259
CAFAGAC	-0,02115	0,90518	-0,00068	0,79407	-0,00066	0,00194
CIMCCEQ	-0,08449	1,14653	-0,00289	0,70357	-0,00033	0,84814
DJSWECET	-0,04469	1,00000	-0,00092	NA	NA	NA
DWSSLLC	-0,04757	0,85531	-0,00154	0,78755	-0,00197	0,05555
EURESPC	-0,00789	0,16083	-0,00110	0,02937	-0,00967	0,00000
FLEGNRE	0,01683	1,41115	0,00070	0,48029	0,00734	0,03024
FORESPC	-0,09260	1,10334	-0,00310	0,73787	-0,00098	0,51541
HVJX	-0,05573	1,07764	-0,00197	0,66348	0,00006	0,97323
HYPECOT	-0,04139	1,03454	-0,00137	0,75346	0,00015	0,91303
JPMGNDC	0,00333	1,37548	0,00013	0,51849	0,00611	0,04561
MERNEWA	-0,11032	1,09302	-0,00395	0,64542	-0,00197	0,29259
PAESSCC	0,08263	0,01455	0,04003	-0,00294	-0,01072	0,00000
PBFC	-0,05812	0,93002	-0,00228	0,53618	-0,00181	0,36289
PFLCLNR	-0,06864	1,10576	-0,00282	0,48724	-0,00065	0,80129
PICWARA	-0,01831	0,72546	-0,00071	0,54174	-0,00278	0,07039
SCHGLB1	0,00573	1,24134	0,00023	0,52252	0,00449	0,10041
UBSGI89	-0,09142	1,15343	-0,00305	0,74198	-0,00044	0,77811

Tabela 8: Rácios de desempenho tendo por comparação o índice de mercado DJSWECET

O alpha mede o grau de satisfação dos investidores nos fundos, e sempre que é maior que 0, significa que a rentabilidade é superior à esperada e quando é menor que 0 é inferior à esperada. Neste caso e aquando da utilização do índice DJSWECET como *benchmark* verifica-se que a rentabilidade semanal foi superior à esperada em 7 fundos: FLEGNRE (0,73%), JPMGNDC (0,61%), SCHGLB1 (0,45%), AMGEDEH (0,11%), HYPECOT (0,015%), BGWEA2H (0,011%) e HVJX (0,006%). Os restantes 11 fundos apresentaram uma rentabilidade abaixo da esperada pelos investidores.

No que concerne ao teste *T-student* para a significância deste mesmo alpha, a H0 que postula a nulidade daquela estatística é rejeitada em 4 dos fundos: FLEGNRE, JPMGNDC, PAESSCC e EURESPC, sendo não rejeitada nos restantes 14, o que significa que existem 14 fundos que apresentam diferenças de desempenho com o fundo social DJSWECET.

O ranking dos fundos de acordo com as várias medidas de desempenho em cada índice é apresentado nas Tabelas 9 e 10. Verifica-se que os fundos adquirem várias posições consoante o indicador em análise. Os resultados apresentados, revelam uma aproximação entre a média, índice de Treynor e Sharpe para ambos os índices: social e convencional.

Morgan Stanley Capital International World Index (MSCIWI)				
Código Bloomberg	Sharpe	Treynor	Alpha	Média
AMGEDEH	9	8	1	9
BGWEA2H	6	6	5	7
CAFAGAC	8	7	6	8
CIMCCEQ	15	15	11	15
DWSSLLC	11	11	8	10
EURESPC	5	5	15	5
FLEGNRE	2	2	2	1
FORESPC	17	17	10	16
HVJX	12	12	9	13
HYPECOT	10	10	7	11
JPMGNDC	4	4	3	4
MERNEWA	18	18	17	18
PAESSCC	1	1	18	2
PBFC	13	13	14	12
PFLCLNR	14	14	16	14
PICWARA	7	9	12	6
SCHGLB1	3	3	4	3
UBSGI89	16	16	13	17

Tabela 9: Ordenação dos fundos de acordo com as medidas de desempenho no índice MSCIWI

Dow Jones Sustainability World Enlarged Index (DJSWECET)				
Código Bloomberg	Sharpe	Treynor	Alpha	Média
AMGEDEH	9	8	4	9
BGWEA2H	6	5	6	7
CAFAGAC	8	6	11	8
CIMCCEQ	15	15	8	15
DWSSLLC	11	11	15	10
EURESPC	5	9	17	5
FLEGNRE	2	2	1	1
FORESPC	17	17	12	16
HVJX	12	12	7	13
HYPECOT	10	10	5	11
JPMGNDG	4	4	2	4
MERNEWA	18	18	14	18
PAESSCC	1	1	18	2
PBFC	13	13	13	12
PFLCLNR	14	14	10	14
PICWARA	7	7	16	6
SCHGLB1	3	3	3	3
UBSGI89	16	16	9	17

Tabela 10: Ordenação dos fundos de acordo com as medidas de desempenho no índice DJSWECET

A correlação entre o índice Sharpe e o índice de Treynor apresentou um valor de 0,734, o que indica uma correlação positiva e forte, pois encontra-se entre 0,5 e 1 (Cohen, 1988). Assim a um maior crescimento do índice de Sharpe está associado um maior crescimento do índice de Treynor. A correlação é significativa a 1%. A correlação entre o índice de Treynor e o valor do teste *T-student* é fortemente negativa (-0.926), o que significa que à medida que o valor de um dos indicadores aumenta o outro diminui. A relação é semelhante com o índice de Sharpe, apesar do valor da correlação ser menor (-0.484) (vide Tabela 11).

MSCWI		Sharpe	Treynor	T
Sharpe	Pearson Correlation	1	,734(**)	-,484(*)
	Sig. (2-tailed)		,001	,042
Treynor	Pearson Correlation	,734(**)	1	-,926(**)
	Sig. (2-tailed)	,001		,000
Teste T	Pearson Correlation	-,484(*)	-,926(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,042	,000	

** A correlação é significativa ao nível de 0.01 * A correlação é significativa ao nível de 0.05

Tabela 11: Correlação entre medidas de desempenho com base no índice MSCWI

Na utilização do índice DJSWECET, a correlação entre os índices Sharpe e Treynor continuou a ser positiva (0.715) e significativa ao nível de 1%. A correlação do Teste T com os índices foi negativa: Sharpe (-0.522) e Treynor (-0.896), ao nível de 1% e 5% respetivamente (vide Tabela 12).

DJSWECET		Sharpe	Treynor	Teste T
Sharpe	Pearson Correlation	1	,715(**)	-,522(*)
	Sig. (2-tailed)		,001	,026
Treynor	Pearson Correlation	,715(**)	1	-,896(**)
	Sig. (2-tailed)	,001		,000
Teste T	Pearson Correlation	-,522(*)	-,896(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,026	,000	

** A correlação é significativa ao nível de 0.01 * A correlação é significativa ao nível de 0.05

Tabela 112: Correlação entre medidas de desempenho com base no índice DJSWECET

5. Discussão e comparação de resultados

Em termos médios, apenas 4 fundos apresentaram um desempenho positivo: *JPMorgan Global Natural Resources* (FLEGNRE), *Parvest Sustainable Bond Euro Corporate* (PAESSCC), *Schroder ISF Global Energy* (SCHGLB1) e do *JPMorgan Global Natural Resources Fund-USD* (JPMGNDC). Verificou-se que estes fundos possuíam um universo de investimento maioritariamente concentrado nos EUA e com forte exposição ao sector da Energia e do Metal. No entanto, existiram outros fundos com universo de investimento e aplicação no mesmo sector com resultados negativos. Os restantes fundos apresentaram uma média de rentabilidade semanal negativa, sendo que aqueles que apresentaram os piores resultados foram: *Blackrock Global Funds - New Energy* (MERNEWA), *Global Innovators* (UBSGI89), *BNP Paribas L1 Green Future* (FORESPC) e o *DWS Invest Climate Change* (CIMCCEQ). Estes fundos investiram maioritariamente nos sectores da Industria, Equipamento Semicondutor e Materiais Emergentes. Uma explicação para este desempenho pode passar por estes setores estarem fortemente associados ao comportamento da conjuntura económica e ao conseqüente decréscimo da actividade industrial internacional (Pereira, 2009).

Os fundos que apresentaram maiores riscos foram o FLEGNRE, JPMGNDC, SCHGLB1, AMGEDEH e PFLCLNR. Verificou-se que às maiores rentabilidades obtidas pelos fundos esteve associado um maior risco FLEGNRE, SCHGLB1 e JPMGNDC. Estes resultados parecem ser consonantes com os obtidos pelo relatório da Jewson Associates de 2008 em que segundo a IFAonline.co.uk (2008, Março 17), o investimento em fundos ISR tem melhor desempenho mas com níveis de volatilidade ou risco maiores. Esta volatilidade pode ser explicada pela correlação, encontrada naquele estudo, entre a rentabilidade dos fundos éticos e o desempenho das empresas de pequena e média capitalização bolsista.

A média de desempenho dos fundos situou-se nos -0,13% e o risco nos 3,79% enquanto que o índice *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCIWI), teve uma rentabilidade semanal negativa de 0,07% com um risco de 2,62%. Também o *Dow Jones Sustainability World Enlarged Index* (DJSWECET) obteve um desempenho médio negativo de 0,1% e um risco de 2,88%. Os fundos ISR apresentaram, assim, um desempenho inferior aos seus *benchmarks* social e

convencional. Resultados semelhantes haviam sido constatados nos trabalhos de Schröder (2004). O índice ético teve pior desempenho que o convencional, o que está de acordo com os resultados encontrados por Bauer et al. (2005).

Os fundos MERNEWA, UBSGI89 e FORESPC apresentaram valores inferiores no índice de Sharpe o que pode ser explicado pelo facto de terem a sua maior percentagem investida no sector Industrial e nos Materiais Emergentes, pois os segmentos mais afetados da economia mundial são aqueles relacionados com a indústria, pois dependem do crédito abundante, exemplo da indústria automóvel (Pereira, 2009). O valor do índice de Sharpe foi negativo. O mesmo foi apresentado como igual em ambos os índices, apesar de ser independente destes. Assim e face ao investimento no mercado convencional um investidor obteria um melhor retorno do seu investimento se fizesse as suas aplicações em ativos de baixo risco e dos quais o índice *J.P. Morgan GBI Global* foi representativo.

Os fundos AMGEDEH, FORESPC, JPMGNDC CIMCCEQ e SCHGLB1 foram os fundos que apresentaram um β superior quando foi utilizado com *benchmark* o índice *Morgan Stanley Capital International World Index* (MSCIWI). O fundo PAESSCC foi aquele que apresentou um menor valor de β , pois sendo constituído por obrigações, (ativos de baixo risco) teve uma menor variação face ao comportamento do mercado. Quando foi utilizado como *benchmark* o índice *Dow Jones Sustainability World Enlarged Index* (DJSWECET), foram identificados 11 fundos com um β superior a 1. Assim além dos 5 fundos anteriores foram ainda encontrados mais 6: FLEGNRE, UBSGI89, PFLCLNR, MERNEWA, HVJX, HYPECOT. Ao contrário de Benson (2006), que verificou que um elevado número de fundos apresentavam betas positivos no sector das tecnologias de informação, sendo as diferenças mais significativas entre betas encontradas nas telecomunicações e sectores de serviços. Os fundos do presente trabalho apresentaram pouca exposição a este sector. Também aqui se verificou que os betas encontrados na comparação com o mercado ético foram os mesmos que aqueles encontrados no mercado convencional, apresentando este último um menor número (Benson, 2006).

O alpha, tendo como *benchmark* o MSCIWI, apresentou valores negativos para todos os fundos, o que significa que a rentabilidade esperada pelos investidores foi inferior à esperada. No mercado ético, o desempenho dos fundos foi superior à esperada em 7 fundos: FLEGNRE, JPMGNDC, SCHGLB1, AMGEDEH, HYPECOT, BGWEA2H e

HVJX, sendo que para os restantes 11 fundos a rentabilidade foi abaixo da esperada pelos investidores.

A hipótese nula formulada na Introdução deste trabalho é assim rejeitada para os 18 fundos, quando se utilizou o MSCIWI como *benchmark*, ou seja existem diferenças entre o desempenho dos fundos e o mercado não social. Os resultados podem dever-se a dois fatores, já apontados por Cortez et al. (2008):

- 1) As carteiras selecionadas com base em screening sociais, por considerarem apenas uma parte do *portfolio* do mercado, estão limitadas pela falta de diversificação, apresentando um risco ajustado à rentabilidade e consequentemente mais baixo;
- 2) A rentabilidade de fundos socialmente responsáveis destaca-se devido às práticas de seleção dos gestores de fundos, na medida em que estes procuram as melhores empresas atendendo ao potencial de ganhos que apresentam.

O índice de Treynor, apresentou resultados positivos para os ativos FLEGNRE, JPMGNDC, SCHGLB1 e PAESSCC. Assim dos 18 fundos analisados, apenas 4 apresentaram valores positivos nesta medida de desempenho ou seja superaram o mercado ético, o que está de acordo com os resultados de Kreander et al. (2002). No mercado convencional, os valores superiores foram obtidos pelos mesmos fundos, o que significa que foram estes os fundos que apresentaram uma melhor performance.

Os coeficientes de determinação (R^2), face ao mercado convencional, foram baixos, pelo que o desempenho dos fundos é explicado maioritariamente pelo risco específico que está presente no seu *portfolio*. Por outro lado, na comparação com o mercado ético, os coeficientes R^2 apresentaram valores superiores a 70% em 5 fundos, tendo apenas 4 fundos apresentado valores abaixo de 50%. O valor negativo obtido pelo fundo PAESSCC, deve-se ao facto deste fundo ser constituído por obrigações. A composição da carteira dos fundos é estabelecida com base no screening das empresas efetuadas pelo gestor do ativo. Existem, no entanto mais fatores, que poderão pesar na decisão do gestor. Como o screening negativo limita a seleção de ações disponíveis, alguns investidores consideram que isso poderá ter um efeito negativo sobre a rentabilidade, pois numa gestão ativa do screening de fundos éticos, o sucesso dependerá da: competência de gestão de fundos; alocação de ativo; seleção de ações; controle de risco; precisão de análise do gestor assim

como da qualidade dos recursos da empresa gestora de fundos (IFAonline.co.uk (2008, Março 17)).

No teste *T-student*, verificou-se a existência de 14 fundos que apresentaram diferenças de desempenho com o fundo social DJSWECET. Face ao mercado convencional, constatou-se a existência de diferenças entre o desempenho dos fundos e o mercado não social.

Numa ordenação dos fundos por indicador, a média, o índice de Treynor e de Sharpe, obtiveram uma classificação semelhante. Foi, igualmente, verificada uma correlação positiva e forte, entre o índice Sharpe e o índice de Treynor, tendo por base o mercado ético e convencional, o que poderá significar que os 2 indicadores devem ser analisados conjunta e complementarmente. As correlações do Teste *T-student* com os índices Sharpe e Treynor, em ambos os mercados, foram negativas.

Conclusão

O crescimento e desenvolvimento por parte das organizações da vertente de responsabilidade social é um fenómeno que se tem vindo a acentuar nos últimos anos. Como consequência, tem-se assistido ao lançamento e à divulgação de normativos internacionais com vista à implementação e divulgação de políticas sociais e à certificação das empresas com condutas éticas. A necessidade de uniformizar e parametrizar a forma de relatar estas práticas conduziu ao desenvolvimento de uma forma de *report* internacional: *Global Reporting Initiative*, que se caracteriza por ser um instrumento padronizado de comunicação das atividades da empresa, em todas as suas vertentes, aos stakeholders.

Os investidores têm estado atentos a estas práticas sociais organizacionais e procurado dirigir os seus investimentos para empresas que reflitam nas suas missões e objetivos estas preocupações éticas. O agrupamento destas ações empresariais e das subsequentes políticas empresariais de responsabilidade social têm sido objeto de atenção pelos mercados financeiros e pelas instituições financeiras que têm construído produtos desta natureza alicerçados naquelas práticas. Os fundos éticos e socialmente responsáveis são uma das vertentes deste tipo de investimento.

O impacto no valor de mercado das corporações, das suas práticas sociais não é facilmente mensurável, pelo que a responsabilidade social empresarial pode muitas vezes ser descrita como um ativo intangível da empresa. Os trabalhos anteriores não identificaram diferenças estatisticamente significativas de desempenho entre empresas com políticas sociais comparativamente àquelas que não as apresentam (Guerard, 1997; Cortez et al., (2008); Gaio e Monteiro, (2009).

Com este trabalho pretendeu-se abordar uma temática que apesar de ter registado crescimento em Portugal nas suas diversas vertentes empresariais (políticas de responsabilidade social, códigos de conduta e ética, bolsa de valores sociais) não conheceu, ainda, o desenvolvimento através da conceção de fundos que agrupem as organizações portuguesas com estas preocupações.

As hipóteses estudadas foram as de que: Não existiam diferenças de desempenho entre os fundos de investimento socialmente responsável, comercializados em Portugal, e o mercado financeiro social e convencional e; os fundos de investimento socialmente responsável comercializados em Portugal apresentavam diferenças no seu desempenho quando comparados com o mercado financeiro social e convencional.

O trabalho estudou a performance de 18 fundos éticos comercializados por instituições bancárias portuguesas, utilizando indicadores de estatística descritiva e de desempenho. O estudo abrangeu o período compreendido entre 01 de Janeiro de 2008 e 31 de Dezembro de 2010, ou seja cerca de 156 semanas. O desempenho dos ativos foi comparado com o mercado de investimento convencional através do índice *Morgan Stanley Capital International World Index* e do mercado de empresas socialmente responsáveis: *Dow Jones Sustainability World Enlarged Index*. As sucessões cronológicas foram retiradas da base de dados *Datastream*.

Os fundos analisados no presente trabalho, são maioritariamente de ações e têm como universo de investimento empresas de todo o mundo, com maior concentração nos Estados Unidos e nos sectores de investimento ligados à indústria e à energia. Como ativo sem risco foi utilizado o índice J.P. Morgan GBI Global.

Os resultados demonstraram que apenas 5 fundos apresentaram uma rentabilidade média semanal positiva, pelo que a média de desempenho dos fundos analisados não foi positiva. Os índices MSCIWI e DJSWECET apresentaram, igualmente, uma rentabilidade negativa. A análise do comportamento destes activos ao longo dos 3 anos reflecte a incerteza presente nos mercados financeiros que teve início com a crise do sub-prime em 2007, culmina com a crise de 2008 e continuará a vigorar nos anos seguintes.

A volatilidade esteve presente entre os fundos sociais, o exemplo foi a diferença de mais de 150 % entre os fundos de ações com maior e menor desvio padrão, o que significa que os activos que compõem as carteiras têm pesos diferentes e consequentemente composições de diversas empresas que acabam por influenciar a rentabilidade das carteiras. De acordo com a IFAonline.co.uk (2008, Março 17) a volatilidade dos fundos ético, pode ser explicada pela correlação, entre a

rentabilidade dos fundos sociais e o desempenho das empresas de pequena e média capitalização bolsista.

As correlações entre os fundos acionistas e o respetivo índice social foram fortemente significativas, o mesmo não aconteceu com as relações com o índice de mercado convencional. Deste modo, pode-se inferir que o índice social foi representativo dos fundos estudados e reciprocamente que estes têm na sua carteira ativos de empresas que estão presentes no DJSWECET.

Os resultados fornecidos pelos índices de desempenho permitiram identificar e selecionar os fundos de acordo com os critérios subjacentes aos primeiros. O índice Sharpe forneceu dados sobre o risco específico dos fundos, enquanto o rácio de Treynor transmitiu informação sobre o risco sistemático presente em cada fundo.

A medida β avaliada para cada fundo, identificou os fundos mais sensíveis às variações do mercado assim como aqueles com menor suscetibilidade neste indicador.

A comparação dos fundos com o índice de mercado não convencional MSCIWI, não apresentou valores significativos. Este índice explicou através de uma percentagem inferior a 20% a variação dos fundos; o alpha de Jensen não apresentou valores acima de 0 e verificou-se que existiam diferenças entre o investimento nos 18 fundos éticos estudados e o mercado de investimento convencional. Um investidor poderá, assim, esperar diferentes rentabilidades ao investir em fundos éticos ou em fundos tradicionais.

O índice DJSWECET quando comparado com os fundos, revelou que os valores apresentados por estes ativos nos indicadores β e nos índices de Treynor foram superiores àqueles do *benchmark* de mercado MSCIWI. Também no alpha de Jensen, a rentabilidade foi superior à esperada em 7 dos fundos, número superior ao encontrado no índice convencional. O investimento em fundos sociais é assim diferente do investimento noutros fundos não sociais em 4 fundos. Nos restantes 14 os investidores não devem esperar diferenças.

A ordenação dos fundos segundo os indicadores revelou resultados semelhantes entre as medidas de desempenho Sharpe, Treynor e a média, com resultados divergentes no alpha de Jensen.

Em ambos os índices DJSWECET e MSCIWI verificou-se a existência de correlações fortes entre as medidas de Treynor e Sharpe, o que significa que os resultados de um indicador devem ser complementados com os resultados do outro.

Uma das limitações que pode ser apontada ao estudo é o número limitado de casos analisados. Os fundos ISR são na sua maioria recentes, pelo menos os disponibilizados em Portugal, pelo que o número de semanas em análise poderia ter sido maior. Este facto está diretamente relacionado com o nº de fundos estudados, pois a amostra foi reduzida a 18 de um total de 40, devido a muitos dos ativos não possuírem mais de 3 anos.

O tema da responsabilidade social é vasto assim como aquele relacionado com o desempenho de fundos. O tema dos fundos éticos em Portugal é inexistente. Não existem fundos desta classe, o que indicia que os investidores portugueses não exercem a sua procura junto das instituições neste sentido. Por outro lado, os potenciais comercializadores deste tipo de produtos não criam oferta de mercado, desconhecendo-se qual a causa e a consequência. Não obstante, os valores destes produtos estão em crescimento nos mercados europeus e norte-americanos. O Reino Unido apresenta-se como um mercado com uma vasta oferta neste âmbito. O estudo de Kreander et al. (2005), identificou 29 fundos sociais.

O presente trabalho pretendeu assim contribuir para o estudo sobre responsabilidade social e fundos éticos e o seu desempenho face ao investimento em ativos de cariz mais tradicional.

Os resultados apresentados neste estudo carecem de um aprofundamento e de exploração sob a forma de outras variáveis. Trabalhos futuros podem ser realizados, comparando o conjunto destes fundos com outros não sociais, emparelhando-os através de variáveis como o valor gerido pelo fundo, duração do fundo, universo de investimento. Também deve ser explorada a diversidade de indicadores disponíveis para avaliar o desempenho assim como os resultados fornecidos por cada um e a pesquisa de relações entre os mesmos.

Bibliografia

Aiello, S. & Chieffe, N. (1999). International index funds and the investment portfolio, *Financial Services Review*, 8 (1), 27-35.

Barnett, M. & Salomon, R. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.

Bauer R., Derwall, J. & Otten, R. (2007). The ethical mutual performance debate: New evidence from Canada, *Journal of Business Ethics*, 70(2), 111-124.

Bauer, R., Koedijk, K. and Otten, R (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance* 29, 1751-1767.

Bello, Z. (2005). Socially responsible investing and portfolio diversification. *The Journal of Financial Research*, 28 (1), 41-57.

Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65 (4), 337-357

Berman, S., Wicks A., Kotha S., & Jones T. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42 (5), 488-506.

Bolsa de Valores Sociais (2009). *Bolsa de Valores Sociais*. Obtido em Abril de 2010, de [tp://www.bvs.org.pt/view/viewPrincipal.php](http://www.bvs.org.pt/view/viewPrincipal.php)

Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2007). Positioning Stakeholder Theory within the debate on Corporate Social Responsibility. *Electronic Journal of Business ethics and Organization Studies*, 12 (1), 5-15.

Celent. (13 de Março de 2007). Socially Responsible Investing in the US and Europe: Same Goals But Different Paths. Recuperado em Março de 2012, de [Celenthttp://www.celent.com/reports/socially-responsible-investing-us-and-europe-same-goals-different-paths](http://www.celent.com/reports/socially-responsible-investing-us-and-europe-same-goals-different-paths)

Charity SRI. Financial Returns. Recuperado em Março de 2012, de http://www.charitysri.org/for_charities/financial_returns.html.

Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences*. Hillsdale, New Jersey, Lawrence Erlbaum Associates, Inc, Publishers.

Comissão das Comunidades Europeias (2001). *Livro Verde - Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas*. Bruxelas: Comissão Europeia.

Comissão Mercado de Valores Mobiliários (2011). Fundos de investimento em Portugal. Recuperado em 15 de Julho de 2011, de CMVM http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20020919_ifip_I1.aspx.

Corten, F., & Vermeir, W. (2001). *Sustainable Investment: the complex relationship between sustainability and return*, *Banken Financiewezen*, January, 33-8.

Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2008). The performance of european socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*, 87, 573-588.

Diário Económico. (02 de Novembro de 2009). *Bolsa de Valores Sociais arranca hoje em Portugal*. Recuperado em Abril de 2010, de Diário Económico: http://economico.sapo.pt/noticias/bolsa-de-valores-sociais-arranca-hoje-em-portugal_73376.html

Diário Económico. (17 de Fevereiro de 2012). Governo quer apoiar projeto da Bolsa de Valores Sociais. Recuperado em Março de 2012, de Diário Económico: http://economico.sapo.pt/noticias/governo-quer-apoiar-projecto-da-bolsa-de-valores-sociais_138542.html

Dummet, K. (2006). Drivers for corporate environmental responsibility. *Environment, Development and Sustainability*, 8 (3), 375-389.

Estallo, M. A., Fuente, F. G., & Miquela, C. G. (2007). The importance of corporate social responsibility and its limits. *International Advances in Economic Research*, 13 (3), 379-388.

Falck, O., & Heblich, S. (2007). Corporate Social Responsibility: doing well by doing good. *Business Horizons*, 50 (3), 247-254.

French, K. (1980). Stock Returns: and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 55-69.

Gaio, L. M., & Monteiro, R. M. (2009). Sustentabilidade Empresarial versus Valor de Mercado: uma análise empírica no mercado de capitais brasileiro.

Global Reporting Initiative (2011). Sustainability Reporting Guidelines. version 3-1. Amsterdam.

Guerard, J. J. (1997). Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Forecasting* , 16 (7), 475-490.

Guerreiro, A. (2009). *Impacto dos Investimentos em Sistemas de Tecnologias de Informação na performance Financeira da Empresa: Uma abordagem pela "Stakeholder" Theory*. Tese de Doutoramento, Universidade de Évora, Évora, Portugal.

Haigh, M., & James, H. (2004). Financial Markets: A tool for social responsibility?, *Journal of Business Ethics*, 52 (1), 59-71.

Heidrick & Struggles. (2008). *Análise dos resultados do estudo sobre o Estado de Arte das Práticas de Sustentabilidade em Portugal*. Lisboa: Heidrick & Struggles.

Hodgson, G. (2009). The great crash of 2008 and the reform of economics. *Cambridge Journal of Economics*, 33 (6), 1205-1221.

Holme, R., & Watts P. (2000). *Corporate Social Responsibility: making good business sense*. World Business Council for Sustainable Development. London, UK.

Hong, H. & Kacperczyk, M. (2006). The price of sin: The effects of social norms on markets (working paper) Viewed 17 August 2007, <http://finance.sauder.ubc.ca/~mkacpe/Index/sin.pdf>>.

IFAonline.co.uk. (17 Março 2008). Ethical funds 'do not sacrifice returns'. Recuperado em Março de 2012, de IFAonline.co.uk.: <http://www.ifaonline.co.uk/ifaonline/news/1340274/ethical-funds-sacrifice-returns>.

Impulso Positivo. (12 de Janeiro de 2012). Celso Grecco em entrevista: Bolsa de Valores Sociais quer financiar 6 novos projetos a 100% este ano. Recuperado em

Março de 2012: <http://www.impulsopositivo.com/content/celso-grecco-em-entrevista-bolsa-de-valores-sociais-quer-financiar-6-novos-projetos-100-este>.

International Organization for Standardization (2011). *ISO 26000 – Social Responsibility*. Acedido em 01 de Setembro de 2011, em: http://www.iso.org/iso/iso_catalogue/management_and_leadership_standards/social_responsibility/sr_iso26000_overview.htm#sr-1.

Jornais Portugueses. (2011). Bancos. Recuperado em 01 de Abril de 2011 de Jornais Portugueses: <http://www.jornaisportugueses.com/bancos.php>

Kreander, N., Gray R., Power D., Sinclair C. (2005). Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7) & (8), 1465-1493.

Kreander, N., Gray R., Power D., Sinclair C. (2002). The financial performance of european ethical funds. *Journal of Business Finance and Accounting*, 3-22.

Morning Star. (2011). *Ethical Fund, Investment term, Dictionary, Glossary*. Recuperado em 05 de Janeiro de 2011, de Morning Star: <http://www.morningstar.pt/pt/glossary/default.aspx?articleid=74527&categoryid=485&group=E>

Neves, João C. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. Lisboa. McGraw-Hill.

Neves, João C. (2007). *Análise financeira – Técnicas fundamentais*. 19ª edição, Lisboa, Texto Editores.

Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003), Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.

Paul, C., & Siegel, D. (2006). Corporate Responsibility and Economic Performance, *Journal of Productivity Analysis*, 26 (3), 207-211.

Pereira, J. (2009). *Efeitos e custos da crise financeira e econômica global no Brasil*. Observatorio de la Economía Latinoamericana, 108. Recuperado em 09 de Agosto de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/>.

Pinho, C. & Soares I. (2007). *Finanças – Mercados e Instrumentos*. Lisboa. Edições Sílabo.

Porter M. & Kramer, M. (2006). Strategy and Society: The link between competitive advantage and Corporate Social Responsibility, *Harvard Business Review*, vol. 84 (12), 78-92.

Rezende, I. C. (2005). Análise da rentabilidade dos fundos de investimento socialmente responsáveis: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro. *3º Simpósio de Produção*, 1-16.

Rodrigues, C. (2008). *Análise da performance de estratégias de fundos de investimento no longo prazo*. Tese de Mestrado. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, ISCTE, Lisboa, Portugal.

Schröder, M. (2004). The performance of socially responsible investments: Investment funds and índices. *Financial Markets and Portfolio Management*, 18(2), 122-142.

Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39 (1), Part 2: Supplement on Security Prices, 119–38.

Social Accountability International (1997). *Norma SA 8000*. Social Accountability International.

Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, May-June, 56 (3), 30-39.

Sustainable Asset Management (2009). *The Sustainability Yearbook 2009*. Sustainable Asset Management & Pricewaterhouse Coopers.

Treynor, J. (1965). How to rate management of investment funds, *Harvard Business Review*, 43 (1), 131-136.

Tschopp, D. (2005). Corporate Social Responsibility: A comparison between the United States and the European Union. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 12 (1), 55-59.

US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment (2012). Sustainable and Responsible Investing Facts. Recuperado em Março de 2012, de US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment: <http://ussif.org/resources/sriguide/srifacts.cfm>

Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005), Corporate social responsibility and financial performance, *Corporate Governance*, 5 (3),129-138.

VER. (23 de Fevereiro de 2012). Um bom negócio pode (e deve) ser social. Recuperado em Fevereiro de 2012, de VER:<http://www.ver.pt/conteudos/verArtigo.aspx?id=1385&a=Inovacao>

ANEXO I
(Evolução dos fundos e dos índices de mercado)

ANEXO II
(Regressões MSCWI)

ANEXO III
(Regressões DJSWECET)