

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE FILOSOFIA E CIÊNCIAS HUMANAS  
CURSO DE CIÊNCIAS SOCIAIS

ANDRÉ SCHNEIDER DIETZOLD

INVESTIDOR RESPONSÁVEL OU RETORNO SUSTENTÁVEL?  
UMA ANÁLISE SOBRE O ISE – ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE  
EMPRESARIAL

Trabalho de Conclusão de Curso  
submetido ao Curso de Ciências  
Sociais da Universidade Federal de  
Santa Catarina para a obtenção do  
Grau de Bacharelado em Ciências  
Sociais.

Orientador: Prof. Dra. Maria Soledad  
Etcheverry Orchard

FLORIANÓPOLIS

2013

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Dietzold, André Schneider

Investidor responsável ou retorno sustentável? : uma  
análise sobre o ISE índice de sustentabilidade empresarial  
/ André Schneider Dietzold ; orientadora, Maria Soledad  
Etcheverry Orchard - Florianópolis, SC, 2013.

164 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de  
Filosofia e Ciências Humanas. Graduação em Ciências Sociais.

Inclui referências

1. Ciências Sociais. 2. Sociologia econômica. 3. Mercado  
de ações. 4. Investidor socialmente responsável. 5.  
Sustentabilidade. I. Soledad Etcheverry Orchard, Maria.  
II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em  
Ciências Sociais. III. Título.

ANDRÉ SCHNEIDER DIETZOLD

INVESTIDOR RESPONSÁVEL OU RETORNO SUSTENTÁVEL?  
UMA ANÁLISE SOBRE O ISE – ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE  
EMPRESARIAL

Este trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de “Bacharel em Ciências Sociais” e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Sociais.

Florianópolis, 10 de dezembro de 2013.

---

Dr. Tiago Bahia Losso  
Coordenador do Curso

Banca examinadora:

---

Dra. Maria Soledad Etcheverry Orchard (Orientadora)

---

Dr. Ary César Minella

---

Ms. Caroline da Graça Jacques



## AGRADECIMENTOS

A todos aqueles que estiveram envolvidos direta e indiretamente no desenvolvimento deste trabalho que com muito gosto e esforço foi pensado e escrito.

Aos professores da Universidade Federal de Santa Catarina, especialmente dos Departamentos de Ciências Sociais e Ciências Econômicas, por terem contribuído para o desenvolvimento desta pesquisa.

A minha orientadora, Prof. Dra. Maria Soledad Etcheverry Orchard, por sua dedicação e interesse sem os quais não se teria alcançado este resultado.

A minha família, pai, mãe, irmão, e minha companheira.



## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a atuação do investidor socialmente responsável na BM&FBovespa, a partir do índice de sustentabilidade empresarial – ISE.

A pesquisa se constitui a partir da análise do mercado acionário brasileiro como uma construção social, desenvolvido por agentes que influenciam a direção do mercado e a tomada de decisão. Desta forma, o surgimento do ISE cria um novo ambiente que propicia o desenvolvimento de agentes e investidores para a disseminação da responsabilidade socioambiental no mercado de ações brasileiro.

A criação do ISE na BM&FBovespa representa um movimento mundial crescente em direção de novas relações dos mercados com as questões sociais e ambientais, criando um novo perfil de investidor.

As empresas participantes do ISE são diferenciadas e beneficiadas das demais listadas na BM&FBovespa pois seus riscos financeiros diminuem a medida que um possível impacto ambiental e/ou social no longo prazo são muito menores.

A atuação do investidor socialmente responsável tem sido crescente e importante para o aumento de novas empresas preocupadas com a responsabilidade sócio-empresarial.

**Palavras-chave:** sociologia econômica; mercado de ações; investidor socialmente responsável; sustentabilidade.





## ABSTRACT

This study aims to analyze the performance of socially responsible investor in the BM & FBovespa , from corporate sustainability index - ISE .

The research is from the analysis of the Brazilian stock market as a social construction , developed by agents that influence market direction and decision making . Thus , the emergence of ISE creates a new environment that enables the development of agents and investors for the dissemination of environmental responsibility in the Brazilian stock market.

The creation of the ISE in BM & FBovespa is a growing worldwide movement towards new relations with the markets of social and environmental issues , creating a new investor profile .

Companies participating in the ISE are differentiated and benefited the other listed on the BM & FBovespa because their financial risks decrease when a possible environmental and / or social impact in the long run are much smaller .

The performance of socially responsible investors have been increasingly important for the increase of new companies concerned with the socio-corporate responsibility.

**Keywords:** economic sociology, the stock market; socially responsible investor; sustainability.



## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>2.</b>	<b>PROBLEMÁTICA.....</b>	<b>19</b>
<b>3.</b>	<b>HIPÓTESE DA PESQUISA.....</b>	<b>27</b>
<b>4.</b>	<b>OBJETIVOS DA PESQUISA.....</b>	<b>29</b>
4.1	Objetivo Geral.....	29
4.2	Objetivos Específicos.....	29
<b>5.</b>	<b>JUSTIFICATIVA.....</b>	<b>31</b>
<b>6.</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>33</b>
<b>7.</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>35</b>
<b>8.</b>	<b>PREVISÃO DE CAPÍTULOS.....</b>	<b>41</b>
8.1	Conceituação da Responsabilidade no Mercado.....	41
8.2	Ética, Mercado Financeiro e Sustentabilidade.....	41
8.3	O Mercado Financeiro.....	45
8.4	O Mercado de Ações.....	46
8.5	O Mercado de Ações e a Bolsa de Valores no Brasil.....	51
8.6	Os Índices da BM&FBovespa.....	53
8.7	Governança Corporativa.....	55
8.8	Ferramentas para RSE.....	62
8.8.1	Triple Bottom Line – TBL.....	62
8.8.2	Balanced Scorecard.....	64
8.9	Índices de Sustentabilidade Empresarial no Mercado de Ações.....	67
8.10	A RSE e o ISR no Mercado Financeiro.....	69
8.11	A BM&FBovespa e o Global Reporting Initiative.....	78
8.12	O Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE.....	83
8.13	A Constituição do ISE.....	86
8.14	O ISE e os Fundos de Pensão.....	91
8.15	Crises Financeiras no Sistema Capitalista.....	92
8.16	Inovações Financeiras e suas Transformações no Mercado Financeiro.....	97
8.17	A Crise Financeira do Subprime.....	100
8.18	A Crise Financeira e os Impactos no ISE.....	110
8.19	O Desenvolvimento do ISE pós-crise financeira.....	112
8.20	Movimento do Investidor Estrangeiro no Mercado de Ações Brasileiro.....	114
8.21	Participação dos Fundos de Investimento (Investidor Institucional) e o Movimento do Investidor Estrangeiro no	

	Mercado de Capitais Brasileiro.....	121
8.22	Derivativos verso Investidor Estrangeiro.....	129
8.23	Mercado Financeiro e a Economia Verde.....	134
<b>9.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>153</b>
<b>10.</b>	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>155</b>
<b>11.</b>	<b>ANEXO.....</b>	<b>163</b>

# 1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro, ou também conhecido como mercado de capitais é o meio no qual o sistema capitalista desenvolve de forma formidável a disseminação do capital especulativo, de investidores a procura de rentabilidade. O fluxo de capital que se dissemina pelo sistema financeiro internacional, nos mais diversos países, foi apenas possível com a abertura dos mercados e o desenvolvimento da globalização, desta forma, pulverizando e lastreando o capital em diversos fluxos financeiros por todos os continentes do globo. Em busca de maiores e melhores rentabilidades, os donos de capitais, os investidores, procuram por investimentos oportunos e com certa segurança, desenvolvendo uma gestão de risco sobre seus investimentos, conhecido pelo nome de mercado de “risco – retorno”. Identificando a proporção de retorno em relação ao risco, este investidor faz uma operação de investimento de capital em determinado mercado.

O mercado financeiro como atualmente é conhecido nem sempre foi assim. A abertura do fluxo de capitais pelo sistema financeiro internacional nos últimos 50 anos propiciou que o capital especulativo flutuasse entre os mercados, sendo possível com a globalização movimentar com muito mais rapidez estes recursos, aumentando também o ciclo de rotação do capital e o volume dos investimentos, chegando a cifras da ordem dos trilhões de dólares.

As transformações das últimas décadas que possibilitaram esta aceleração do ciclo de rotação do capital, o crescimento do mercado de capitais e das transações financeiras, propiciaram também um novo direcionamento do grande capital mundial. Boa parte deste capital não viria a ser mais aplicado na produção, mas em ativos financeiros. O setor financeiro inovou criando novas formas de valorizar o capital com o próprio capital, não mais necessitando de uma transformação pela produção, como ocorria com o capital investido na produção anteriormente, nas indústrias. Trata-se do processo denominado de “financeirização da economia”, referido a essa apropriação dos ativos econômicos por parte do mercado financeiro, visto como sinônimo de capital fictício ou especulativo. Segundo Harvey (2011), é a fase do capitalismo em que as transações e os mercados financeiros ganham força perante o sistema econômico mundial com a maciça entrada de capital especulativo, com a liberalização e desregulamentação do mercado, viabilizando estes investimentos. Desde então o sistema financeiro capitalista vem crescendo e ganhando proporções exorbitantes e perigosas, criando mecanismos de valorização do capital

especulativo que ninguém sabe até aonde chegará e quais serão as conseqüências. Diante do exposto pode-se afirmar que vivemos atualmente em um sistema mais instável e mais propenso a crises fruto dessa especulação exacerbada que cria valores fictícios no mercado. Com os novos mecanismos de especulação, estas crises se tornam mais profundas e globais. Os sinais de alerta são gritantes, haja vista os recentes acontecimentos que colocam em risco a zona do Euro e a própria estabilidade da economia no mundo.

O mercado de capitais passa por diversas transformações e regulamentações para facilitar seu uso e o acesso a uma maior gama de investidores, como também para possibilitar uma atividade mais global, possibilitando maior abrangência e facilidade de novos investimentos, tanto para investidores menores, menos capitalizados, como também para pessoas leigas, com menos orientações, o que antes seria algo inviável, pois o mercado de ações era direcionado apenas para investidores institucionais ou para uma minoria burguesa.

No Brasil, o investidor dispõe de um mercado de capitais em plena expansão, com uma grande demanda e crescente movimentação de novos investidores, como também de novas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Neste âmbito do mercado de capitais surge uma instituição que regula o mercado financeiro brasileiro, a BM&FBovespa<sup>1</sup>, instituição sem fins lucrativos, que controla e regula o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – Ibovespa e demais índices que fazem parte da BM&FBovespa.

Os índices criados pela BM&FBovespa possibilitam orientação ao investidor tanto jurídico quanto físico nas escolhas das aplicações, demonstrando uma média do movimento do mercado, constituído por ações listadas neste índice, entre estes os que mais se aproximam de seu objetivo, característica, perfil de investidor, etc.

O cerne de minha pesquisa será tentar compreender o perfil e o movimento dos investidores que procuram o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, supostamente preocupados com a responsabilidade

---

<sup>1</sup> A BM&FBovespa é conhecida pela fusão ocorrida em 2008 entre a Bovespa e a BM&F, instituição antes separada da Bovespa, responsável pela regulamentação do mercado de commodities e operações de futuros das aplicações, esperando um retorno com as variações futuras de diversos produtos listados e possíveis de serem negociáveis. (Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>)

social – RS, responsabilidade sócio-empresarial – RSE, investimento socialmente responsável – ISR, entre outros. Esse tipo de investidores, assim como as empresas que desenvolvem práticas responsáveis, e que supostamente se envolvem com uma perspectiva além da financeira, não prevendo apenas o lucro absoluto, são reconhecidos pelo mercado como tendo um perfil diferenciado, sob o guarda-chuva da responsabilidade e da sustentabilidade. Registra-se que a responsabilidade social – RS, desenvolve a relação com diversos públicos de interesse, *stakeholders*, implicando melhorias no desempenho empresarial, como também desenvolvendo um modelo diferenciado para processos com uma gestão de impactos ambientais, econômicos e sociais provocados por decisões estratégicas, práticas de negócio e processos operacionais (ETHOS, 2005).

Como segue a definição:

Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais compatíveis com o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais. (ETHOS, 2005, p.32)<sup>2</sup>.

Alega-se, ainda, que o investidor socialmente responsável – ISR traduz estes princípios nas suas operações diárias no mercado de ações, analisando uma série de fatores e variáveis como a questão da sustentabilidade empresarial, e sempre analisando seus investimentos em longo prazo. Ou seja, fazendo projeções de posições futuras em que estas empresas poderiam estar, pois “empresas que atribuem um valor à biodiversidade e a serviços do ecossistema e integram isso tudo em seus planos estratégicos estão mais bem posicionadas para o futuro” (HAVARD, 2011, p.24). Assim, a modalidade do investidor socialmente responsável dissemina-se aos poucos pelo mercado.

Um segmento estabelecido da comunidade de investimento há décadas acredita que pode e deve incentivar empresas a mostrar lideranças em sustentabilidade ambiental, justiça social e práticas de

---

<sup>2</sup> Disponível em:

[http://www.ethos.org.br/\\_Uniethos/Documents/RevistaFAT03\\_ethos.pdf](http://www.ethos.org.br/_Uniethos/Documents/RevistaFAT03_ethos.pdf)

governança corporativa. O que mudou é a orientação dessa influência. Até bem pouco, o ISR em geral se concentrava na triagem com base em aspectos negativos de determinada empresa ou setor. A década de 1960 trouxe a primeira onda real de ativismo dirigido ao investidor. Acionistas de empresas sofreram pressão para se desfazer de ativos – sob pena de serem considerados cúmplices na produção de insumos bélicos. Mais à frente, nas décadas de 1970 e 1980, fundos de pensão foram criticados por investir em empresas aparentemente em desacordo com metas e valores do movimento sindical. Quando a popularização de fundos mútuos converteu o cidadão comum em investidor, surgiram fundos de nicho para dar à ala socialmente responsável a garantia de que seu dinheiro não estava apoiando atividades empresariais que julgasse censuráveis. Gestores desses fundos aplicavam um filtro para eliminar as chamadas “sin stocks”: empresas de cigarro, bebidas alcoólicas, jogos de azar e pornografia e, posteriormente, empresas com reputação manchada nas áreas trabalhistas e de direitos humanos.

Com a consciência da influência do ISR crescendo, no entanto, houve uma mudança fundamental de orientação – de negativa para positiva – e a migração para uma avaliação mais sofisticada do risco para a empresa. O investidor hoje vê que o uso da água, emissão de carbono, posição trabalhista e práticas de gestão da cadeia de suprimento da empresa tem impacto no valor da mesma.

Até como aspectos puramente qualitativos, tem conseqüências quantitativas; administrar com vistas a uma maior sustentabilidade pode derrubar custos, mas também pode identificar e eliminar riscos, criar associações positivas com a marca e ajudar a estabelecer a reputação capaz de atrair talentos. Logo, o investidor busca cada vez mais empresas com desempenho ambiental, social e de governança positivos – não por serem moralmente louváveis, mas por serem mais viáveis a longo prazo. Daí hoje se preferir a terminologia investimento “sustentável” a



“socialmente responsável” (HAVARD, 2011, p.25 e 26).

Desta forma, o ISR desempenha um papel fundamental no mercado, mas ainda com certa dificuldade por muitas empresas não se adequarem a novas regras ambientais, sociais e de governança.

Embora esta seja uma tendência crescente no mercado, onde algumas empresas e investidores possam estar motivados pelos princípios envolvidos com este investimento sustentável e/ou socialmente responsável, não podemos deixar de esperar que muitos outros estejam a procura apenas do status obtido a partir desse diferencial do mercado. Pois, na lógica do mercado a utilidade é o ponto alto, e havendo reconhecimento do mercado a lógica utilitarista do capitalismo entra em questão, e o diferencial que serial socialmente construído se transforma em mais uma mercadoria neste mercado entre empresas e investidores.

Verifica-se, então, que há uma procura cada vez maior por índices com características de responsabilidade e transparência e pelas empresas que contemplam estes índices. Isto é, pelas empresas que incorporam políticas de responsabilidade social na sua gestão empresarial como também de governança corporativa, tendo a transparência como principal característica. Por exemplo, o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, central nesta pesquisa, é resultado deste grande movimento de novos e velhos investidores a procura de investimentos socialmente responsáveis.

Neste cenário cabe indagar até que ponto este grande aumento na demanda por estes índices, e mais especificamente pelo ISE, se traduz em um maior retorno e menor risco? Em que medida pode-se sustentar que estes investidores estão pensando na sustentabilidade e na responsabilidade social que estas empresas desenvolvem na sociedade, ou em que medida eles apostam na rentabilidade que estas entregam ao seu investimento?

Os mercados são muito voláteis, e como já colocado, a globalização diminuiu as distancias entre os mercados e as relações se modernizaram e dinamizaram-se, e como as crises financeiras são uma constante no sistema capitalista, os investidores são abalados. Partindo-se a hipótese de que o leque de oportunidades de investimentos “socialmente responsáveis” ainda é menor, isso poderia dificultar ainda mais a manutenção do seu portfólio da carteira de investimentos. Caberia indagar, eles fazem uma fuga de capital para outros investimentos para garantir rentabilidade e não sofrer com as quedas;

ou, em se tratando de um perfil responsável eles mantêm essa opção? Ou seja, nas horas de escassez de resultados os investimentos socialmente responsáveis continuam e tem uma perspectiva de mais longo prazo, sustentados nas empresas que compõem o ISE, ou estes procuram novos meios, garantindo a rentabilidade, em índices ou ações diversas, não tendo esta característica de “responsabilidade social”?

Encontram-se poucos estudos na área das ciências sociais que empreendam análises sobre estes índices, já que tratam de um campo tradicionalmente ligado à economia, no entanto entendemos que a abordagem da sociologia econômica pode amparar esta perspectiva de pesquisa e por esse motivo iremos buscar nos seus referenciais teóricos esse necessário apoio. Desbravar este campo do conhecimento socioeconômico abrirá novas questões, promovendo reflexões sobre o ISE desde a ótica sociológica.

O sistema capitalista dissemina a cultura do capital em suas redes sócio técnicas envolvendo todos aqueles indivíduos que participam desta rede, o que hoje se pode dizer com facilidade que abrange uma parcela significativa da população mundial. A socialização da cultura do capital faz da bolsa de valores um dos instrumentos que desempenha o papel da sua divulgação, possibilitando a movimentação desta enorme quantidade de capital de investidores pelos mercados internacionais, como nunca antes foi possível e imaginável. Investir na Bolsa faz do indivíduo um sócio da empresa, envolvendo-o no sistema de financeirização do capital mundial, no sistema capitalista de acumulação. Estamos, portanto, diante de um fato social relevante no mundo contemporâneo que merece uma abordagem sociológica.

## 2. PROBLEMÁTICA

Ao longo da história a humanidade desenvolveu um imenso leque de experiências e modelos de sociedade com arranjos econômicos correspondentes às formas específicas de organização social. Polanyi (2000, p.62-63), na sua célebre obra publicada pela primeira vez em 1944 – “A Grande Transformação. As origens da nossa época” - analisa criticamente a afirmação de Adam Smith que “sugeriu que a divisão do trabalho na sociedade dependia da existência de mercados, ou, como ele colocou, da propensão do homem de barganhar, permutar e trocar uma coisa pela outra”, afirmação que mais tarde resultaria no conceito do *homo economicus*. O mesmo autor continua sustentando nesse olhar crítico:

“A alegada propensão do homem para a barganha, permuta e troca é quase inteiramente apócrifa. A história e a etnografia conhecem várias espécies de economia, a maioria delas incluindo a instituição do mercado, mas elas não conhecem nenhuma economia anterior à nossa que seja controlada e regulada por mercados, mesmo aproximadamente”. (*Op. cit.*, p.63)

Nessa perspectiva, afirma, portanto, que longe de poder sustentar essa natural psicologia do homem como um barganhador, em todos os tempos e lugares, como base da economia:

“A descoberta mais importante nas recentes pesquisas históricas e antropológicas é que a economia do homem, como regra, está submetida em suas relações sociais. Ele não age dessa forma para salvaguardar seu interesse individual na posse de bens materiais ele age assim para salvaguardar sua situação social, suas exigências sociais, seu patrimônio social”. (*ibid.* p.65)

Seguindo nesta mesma perspectiva, MULLER (2006, p.76) registra que,

“(…) as práticas identificadas como constituidoras da esfera econômica podem, em outras sociedades, ser ordenadas a partir de outras esferas da vida social, como a religiosa ou a do parentesco. Tentando demonstrar, também, que em sociedades regidas por outros códigos culturais, as práticas econômicas podem ser orientadas por princípios completamente diferentes

e mesmo antagonônicos aos pressupostos liberais. Assim fez Sahlins (1978)” (SAHLINS, Marshall)<sup>3</sup>.

Visando refletir sobre a evolução do padrão de mercado, Polanyi sustenta ser necessário “deixar de lado as superstições econômicas do século XIX”, referindo-se à premissa liberal do *homo economicus* e recolocar esses princípios da barganha e da troca no contexto de um determinado padrão de mercado (op.cit., p.76). O autor afirma que “surge uma súbita mudança para um tipo inteiramente novo de economia no século XIX” (*ibid.*, p.75), onde o motivo peculiar próprio da barganha e da permuta é capaz de criar uma instituição específica, o mercado. Um mercado que vai controlar o sistema econômico com conseqüências para a organização da sociedade. Ou seja, o padrão que parece vigorar é:

“Em vez de a economia estar embutida nas relações sociais, são as relações sociais que estão embutidas no sistema econômico. A importância vital do fator econômico para a existência da sociedade antecede qualquer outro resultado. Desta vez, o sistema econômico é organizado em instituições separadas, baseado em motivos específicos e concedendo um status especial. A sociedade tem que ser modelada de maneira tal a permitir que o sistema funcione de acordo com suas próprias leis. Este é o significado da afirmação familiar de que uma economia de mercado só pode funcionar numa sociedade de mercado.” (Polanyi, *op.cit.*, p.77)

O surgimento a partir do século XIX do que o mesmo autor vem a chamar de mercado auto-regulado (pelos preços das mercadorias), corresponde à consolidação do sistema capitalista que constitui o modelo socioeconômico da sociedade ocidental moderna, o qual no seu processo de expansão conquista o resto do mundo.

Entendemos que mesmo assumindo esse pressuposto de Polanyi (*op.cit*) da sociedade comandada pelos desígnios do mercado auto-regulado, não podemos também desconsiderar uma afirmação feita pelo

---

<sup>3</sup> “A primeira Sociedade da Afluência”. In: CARVALHO, Edgar Assis (org.). A antropologia Econômica. São Paulo, Ciências Humanas, 1978)

próprio autor sobre os contra movimentos de proteção social que modelou a história social do século XIX:

“Por mais paradoxal que pareça, não eram apenas os seres humanos e os recursos naturais que tinham que ser protegidos contra os efeitos devastadores de um mercado auto-regulável, mas também a própria organização da produção capitalista”. (POLANYI, *ibid*, p.163)

Isto é, a sociedade não desaparece completamente no comando da economia ao trazer resistências para proteger o próprio conteúdo social e da natureza. Esta constatação é importante para legitimar a relevância da escolha do nosso objeto. Ou, pelo menos, nos conceder a possibilidade desse ângulo das pretensas resistências (caso assim se configurarem), mesmo que isso seja através das muito tímidas investidas nos fundos “sustentáveis”.

Acontecimentos no âmbito da história social, econômica e política desde o século XIX, transformaram e reformularam as instituições econômicas dentro do sistema capitalista, dando forma ao que, transcorrido quase um século, vem a constituir a partir da década de 1970, o sistema econômico-financeiro contemporâneo.

Como as demais instituições que permeiam as estruturas sociais, o mercado financeiro faz parte deste imenso oceano plural que constitui esse campo de relações que incorpora esferas da sociedade e as instituições econômicas. O mercado financeiro se destaca em meio a este enorme oceano de instituições sociais, pois é representante e permeia de muitas formas e com grande força as redes do sistema capitalista atual. Neste âmbito, as bolsas de valores<sup>4</sup> são instituições centrais ao processo econômico. Conforme registrado:

“(…) a bolsa de valores é uma instituição central ao sistema econômico dominante na sociedade contemporânea. Entretanto, mesmo no interior de uma instituição de caráter tão unívoco como essa, diversas

---

<sup>4</sup> A bolsa de valores existe para haver comercialização de papéis lançados pelas empresas na bolsa, abrindo seu capital para captar valores de outras fontes de investimentos á não ser apenas de bancos e instituições políticas, como o BNDES, que muitas vezes não é suficiente e ineficaz. Mas esta pode apenas existir se as regras forem cumpridas de forma correta, pois é um mercado regularizado e que se desenvolve sobre a venda de específicas empresas com um número máximo de papéis emitidos pela empresa ao mercado financeiro.

ordens culturais convivem, combinam-se e competem, sendo objeto de conflito e de compromisso em todos os níveis de interação que seus participantes estabelecem entre si.” (MULLER, 2006, p.15)

No mundo das bolsas de valores estão presentes diversas instituições econômico-financeiras, políticas e sociais e, entre estas, por ser de interesse do nosso estudo, cabe destacar as instituições sócio-ambientais. Estas estão presentes, mesmo que de forma secundária (mas não por isso de forma menos significativa). Como sustentou Muller acima, a diversidade convive neste campo de relações sociais. Assim, encontram-se diferentes perfis de investidores, aqueles que aplicam em empresas sustentáveis, outros investidores que analisam apenas a sua rentabilidade da ação ou como também seus dividendos.

Trazer a tona este campo de relações sociais ao interior do mercado de capitais implica em posicionar-se criticamente, como o faz Muller (op.cit) em relação a esse “modelo de mercado perfeito, formulado pela teoria econômica neoclássica, que pressupõe a existência de indivíduos capazes de realizar escolhas racionais (nas quais há adequação entre meios e fins) com vistas à maximização de seus objetivos”. (BREMOND, 1989 apud MULLER, 2006, p.75.

Procurar compreender o cenário histórico para dar conta dos objetivos estudados, tendo por base estes referenciais teóricos, é fundamental para que possamos refletir sobre esta nova relação que surge no campo das bolsas de valores, especificamente no Brasil: o do valor (ético e econômico) da Responsabilidade Social Empresarial – RSE, que está inteiramente interligada com o mercado financeiro atual. De fato, esta relação aos poucos ganha o palco, havendo a necessidade da criação de um índice específico para englobar as empresas reconhecidas e consideradas sustentáveis, por instituições diversas que permeiam o mercado financeiro brasileiro.

Visando entrar neste mundo da bolsa de valores, e procurando seguir a trilha de Muller (op.cit) que sustenta a diversidade de ordens em competição e combinação entre os investidores, cabe indagar: quais os sistemas simbólicos e códigos que formam grupos, investidores, com diferentes características e aspectos para investir em empresas, com diferentes análises?

O possível rompimento do “*modus operandi*” que poderá ser consolidado depois desta crise, é o jeito do investidor operar e investir seu capital. Parte-se da hipótese de que após esta crise pode diminuir ainda mais a possibilidade de haver investimentos nos mercados de índices sustentáveis. Isso, porque o investidor quando se depara com possíveis riscos financeiros no Brasil, movimenta seu capital aplicado na renda variável<sup>5</sup> para a renda fixa<sup>6</sup>. Pode ser verificado no histórico da economia brasileira que a cultura que impera no mercado financeiro é a deste ser um bom pagador de juros em um ambiente pouco regulado. No entanto, existe a possibilidade diferente, de apostar que esses índices sustentáveis tragam uma perspectiva de longo prazo, diferente dessa lógica tradicional do mercado. Eis a situação a ser desvendada na nossa pesquisa.

O mercado financeiro sofreu mudanças, já que se registra que antes da década de 1960:

(...) os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, que limitava o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo<sup>7</sup>.

No entanto, esta cultura hoje não é mais uma realidade, pois a economia, o mercado financeiro e principalmente o mercado de capitais brasileiro passou por diversas mudanças estruturais e reformulações que criaram melhores condições para os investidores brasileiros como também para os estrangeiros, atraindo desta forma mais capital para a bolsa brasileira:

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional,

---

<sup>5</sup> Renda Variável: Investimento de maior risco, agressivo, pois os títulos estão atrelados ao mercado de ações, mercado muito volátil.

<sup>6</sup> Renda Fixa: Investimento de baixo risco, conservador, pois os títulos estão atrelados a índices com pouca volatilidade.

<sup>7</sup> Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>.

dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas. (...) A introdução de nova legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização; a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento. (...) Com o grande volume de recursos levados para o mercado de acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. (...) A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na Bolsa de Nova Iorque (NYSE - *New York Stock Exchange*), sob a forma de ADRs - *American Depositary Reciepts* - com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior<sup>8</sup>.

Apesar das melhorias e do grande *boom* ocorrido no mercado de capitais brasileiro com a abertura da economia, o país passou por diversas crises internas como externas dos mais diversos âmbitos, como a de 1971:

O movimento especulativo conhecido como *boom* de 1971 teve curta duração, mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas

---

<sup>8</sup> Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>.



ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário<sup>9</sup>.

Assim, as crises estão sempre colocando em xeque o *modus operandi* de investir do investidor, muitas vezes este escolhendo aplicar seu capital em títulos do governo, os chamados de renda fixa, de baixo risco, ao contrário das ações do mercado financeiro, surgindo do movimento especulativo e/ou das grandes volatilidades do mercado; desta forma, ocasionando uma forte saída de capital da bolsa por parte dos investidores, como possivelmente do índice de sustentabilidade empresarial.

Trata-se, então, de compreender se o ISE foi afetado pela crise financeira de 2008, e compreender como é o perfil de investidor que investe no índice sustentável (ISE), composto por ações de empresas brasileiras identificadas como de perfil sustentável, e então analisar se este está a procura somente da rentabilidade, ou mesmo engajado com a questão social e ambiental disseminada pelo índice de sustentabilidade empresarial listado na BM&FBovespa.

---

<sup>9</sup> Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>.



### 3. HIPÓTESE DA PESQUISA

Este estudo está baseado na hipótese que a RSE norteadora do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE atrai investidores de perfil distinto dos demais existentes no mercado financeiro. Os chamados investidores socialmente responsáveis – ISR não estão somente à procura de rentabilidade e maiores ganhos. Isto é, diferentemente do investidor especulativo que não se preocupa onde aloca seus investimentos, pois não associa sua relação de investidor com os impactos sociais e/ou sócio-ambientais que a empresa causará. Assim sendo, o impacto da ação destes investidores “responsáveis ou sustentáveis”, ao investir no ISE, desenvolve a disseminação e legitima este índice perante o mercado.

Esta afirmação provisória desdobra-se na seguinte hipótese, um tema que já foi referido na Introdução deste trabalho: de que nas horas de resultados fracos os investimentos socialmente responsáveis continuam e tem uma perspectiva de mais longo prazo, sustentados nas empresas que compõem o ISE. Esta hipótese estaria relacionada à crise financeira de 2008, que assolou o mercado financeiro e por extensão o ISR, no entanto, o perfil de longo prazo do índice como de seus investidores ligados às empresas socialmente responsáveis supostamente sofreram impactos menores, refletindo-se também em melhores resultados futuros para os investimentos, por estarem menos expostas a possíveis problemas ambientais e sociais.

Uma segunda variável diz respeito ao tema da ética, importante componente para esta análise, pois se trata de um mercado de filosofia liberal, onde os investidores são responsáveis por seus investimentos, em um ambiente regido pela especulação e procura de maiores rentabilidades. A hipótese a ser sustentada neste âmbito procura dialogar com o tema da diversidade de ordens, onde nem sempre a racionalidade do lucro é a única variável que constitui o “negócio perfeito”, a hipótese dos mercados eficientes. Ou seja, existem outras lógicas nestas aplicações, perscrutadas através das trajetórias dos investidores durante o período estimado para a pesquisa (2005-2010).



## 4. OBJETIVOS DA PESQUISA

### 4.1 Objetivo Geral:

Compreender o processo de desenvolvimento do ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial e o investidor socialmente responsável na Bolsa de Valores – BM&FBovespa em seu contexto histórico pré e pós-crise financeira, delimitado pelo período de 2005 à 2010, analisando as possíveis mudanças sobre os investidores.

### 4.2 Objetivos Específicos:

Para os objetivos específicos da pesquisa, pretende-se:

- Compreender o histórico do ISE e como este desenvolveu seus critérios de avaliação e verificar possíveis relações entre o ISE com índices semelhantes de âmbito internacional;
- Verificar quais mudanças ocorreram ou não no *modus operandi* de investir do investidor socialmente responsável – ISR antes e após a crise de 2008 e os possíveis impactos no ISE;
- Identificar qual o perfil da empresa sustentável para fazer parte do índice de sustentabilidade – ISE;
- Compreender qual a importância do ISE para o investidor e como este o incentiva a aplicar seus recursos com maior responsabilidade;



## **5. JUSTIFICATIVA**

Ao compreender como e porque o mercado financeiro desenvolve novas conexões e propostas para os investidores, pode-se compreender melhor as relações que se desenvolvem entre os atores sociais e institucionais que participam e desenvolvem este grande mercado de capitais, onde são movimentados por dia bilhões de reais no mercado acionário brasileiro.

A necessidade de aprofundar estudos na área do mercado financeiro a partir da ótica sociológica, tema abordado pela área da sociologia econômica, me despertou curiosidade. A abordagem da sociologia econômica permite uma pesquisa rica analisando uma problemática muito atual, obtendo maior compreensão das relações sociais que permeiam o mercado financeiro, estudos que permeiam o campo da financeirização econômica.





## **6. METODOLOGIA**

A metodologia utilizada na pesquisa teve a revisão bibliográfica no campo da sociologia econômica e dos mercados financeiros como principal abordagem. A literatura que trata da RSE – Responsabilidade Social Empresarial e do ISR – Investidor Socialmente Responsável delimita o objeto de pesquisa desenvolvido neste trabalho. A necessidade de utilizar o referencial teórico é importante para neutralizar certos preconceitos e estereótipos do olhar do pesquisador, pois lhe permite analisar os fenômenos com outras lentes.

Uma grande fonte para a pesquisa foi através de investigação documental por meios eletrônicos, via internet, pois todo e qualquer tipo de informações e dados do mercado financeiro estão disponíveis online, como gráficos e informações da bolsa e dos índices.

Além da pesquisa documental, utilizou-se também sites sobre economia e de instituições reconhecidas que abordam a problemática da responsabilidade sócio- ambiental e de sustentabilidade no país, como também revistas especializadas sobre o tema. Pesquisas em jornais eletrônicos, como o Valor Econômico também foi uma grande fonte para a pesquisa.



## 7. REFERENCIAL TEÓRICO

No seguinte trabalho, utilizando a abordagem da sociologia econômica, procurei fundamentar no campo das relações econômicas, o lado da dimensão institucional através da “Responsabilidade Social Empresarial” e sua constituição social perante o mercado, como também, por outro lado, no âmbito do comportamento social dos indivíduos, sua atuação como “Investidores Socialmente Responsáveis” perante o mercado financeiro.

O debate não é novo, já após a Segunda Guerra Mundial a preocupação com a responsabilidade social ganha espaço com o aumento e engajamento de líderes e governos sobre as questões sociais deixadas em evidência pela destruição e desgraça da grande guerra (OLIVEIRA, 2008).

Desde então avança o debate internacional sobre as empresas e suas atuações perante o mercado e sobre seu papel no contexto socioambiental, mas será a partir da década de 1980 que ganha mais ímpeto. No contexto atual esse debate sobre as políticas sociais e ambientais desenvolvidas pela empresa está bastante consolidado, inclusive percebe-se que a empresa abre um leque de relações com novos atores atuantes perante o mercado. Essa abertura aos poucos ganha espaço e força junto à sociedade civil, junto a formadores de opinião, empregados, fornecedores, consumidores, etc. ganhando força política. Recebe, também, reconhecimento do Estado e, conseqüentemente atribui mais valor para essa iniciativa das empresas de desenvolver políticas de responsabilidade neste novo contexto social de discussões (OLIVEIRA, 2008, p.5).

FARAH (2001) sustenta que a partir da década de 1980 o governo brasileiro segue a tendência capitalista mundial e procura implementar medidas inspiradas no modelo da política econômica neoliberal, que defende o mercado livre contra qualquer intervenção do Estado na economia, políticas de privatização, abertura de mercado, reestruturação das relações de trabalho levando à terceirização de serviços, entre outras medidas aplicadas com fervor na economia brasileira. Nesse contexto do neoliberalismo, o Estado é interpretado como ineficiente, corrupto e clientelista, bem como, também é responsabilizado pela estagnação econômica e pelos cortes nas políticas sociais, direcionadas a atender setores específicos da população. A Constituição Federativa do Brasil de 1988 nascia para mudar esse cenário com a democratização dos processos decisórios e equidade das

políticas públicas. Porém, esse processo demandaria tempo para ser construído e legitimado.

Diante desses processos o mercado se fortalece sob a marca do neoliberalismo, como meio de atuação legitimado por instituições socialmente constituídas, em que o governo pouco poderia intervir. Assim também, nessa vertente neoliberal de compreensão do desenvolvimento, a empresa é resignificada, e ela vem a ser vista como um agente social importante para o desenvolvimento econômico e inclusive, como veículo de democracia.

Sobre este tema é destacado que

“(…) a construção de uma hegemonia que se caracterizou como neoliberal, (...) é, sobretudo, uma tentativa de atender à reestruturação capitalista em curso, conforme os interesses estratégicos do governo e das corporações norte-americanas” (MINELLA, 2009, p.14)

Assim, “(na) promoção da democracia e do livre mercado, cabe ao CIPE dirigir sua atuação para o universo empresarial, especialmente suas associações de classe e organizações da sociedade civil sob sua influência, buscando seu envolvimento na formulação e implementação de políticas públicas orientadas pelo interesse do mercado” (MINELLA, *ibid*, p.17).

Na literatura internacional não é de hoje que nas ciências sociais há uma preocupação por refletir sobre o mercado como um espaço de relações significativo para pensar a sociedade moderna e sua economia.

Max Weber é considerado um dos principais teóricos das ciências sociais, e parte de sua obra merece lugar de destaque na tradição do que veio a se sistematizar e denominar como sociologia econômica. Por exemplo, na sua pesquisa intitulada “A Bolsa” (Weber, 2004), ele retrata o modo e em que algumas estruturas surgem e se desenvolvem formando a bolsa de valores, e especifica quais os perfis dos investidores alemães no contexto em que ele analisa a bolsa.

A bolsa de valores, segundo Weber, é um meio que atrai investidores que gostam de arriscar seu capital, quase como um jogo que envolve e vicia, como um cassino, um meio de apostas, onde os investidores podem escolher em arriscar mais para ganhar mais, ou arriscar menos, assim ganhando menos, mas diminuindo a quantidade das possíveis perdas.

Para possibilitar o entendimento do mercado financeiro a partir da sociologia econômica, é necessário primeiramente destacar que o termo empresa se concebe como um empreendimento que é resultado de uma construção social, sob padrões socialmente delimitados e construídos, como Durkheim analisa em sua obra “Da divisão do trabalho social”. Essa idéia da empresa como uma construção social nos permite perceber como ela vai assumindo sentidos específicos de acordo com a época. Como afirmamos acima, hoje é vista por alguns como um veículo ideal para a democracia econômica, “como uma instituição digna do respeito e da obediência de seus funcionários”, legitimando a construção social e o comando da empresa no conjunto social (FRANK, 2004, p.271). Para outros autores, ela expõe facetas contraditórias.

O supercapitalismo triunfou com a transferência de poder para os consumidores e investidores, que agora têm muito mais escolhas e podem mudar de fornecedor de bens e serviços com muito mais facilidades, em busca de melhores negócios. E a competição entre as empresas para atrair e reter os clientes torna-se cada vez mais intensa. Isso significa produtos melhores e mais baratos e retornos mais elevados. No entanto, com o triunfo do supercapitalismo, suas conseqüências sociais negativas também se avultam cada vez mais. Aí se incluem a ampliação da desigualdade, na medida em que os ganhos do crescimento econômico se concentram no cume do topo; a redução da segurança no emprego; desestabilização ou destruição de comunidades; degradação ambiental; violação dos direitos humanos no exterior e uma profusão de produtos e serviços que apelam para nossos desejos mais primitivos. Essas conseqüências são mais sérias nos EUA que em outras economias avançadas, pois a América mergulhou mais fundo no supercapitalismo, outras sociedades, seguindo de perto a América, já começaram a experimentar boa parte dos mesmos defeitos (REICH, 2008, p.213).

Vemos, através das afirmações de Reich (op.cit) que a questão cultural e/ou a construção social do mercado, pode direcionar e definir padrões desejados e indesejados nos mercados na economia e na sociedade como um todo. Ou seja, as relações sócio-econômicas se constrem no embate dos atores econômicos concretos.

Outro modo de expressar o problema seria dizer que todos os fenômenos econômicos são sociais por sua natureza; estão enraizados no conjunto ou em parte da estrutura social. Segundo os sociólogos da economia, o *homo economicus* não existe – existem apenas atores econômicos concretos que possuem uma determinada idade, uma determinada inserção, pertencem a um gênero, e assim por diante (SWEDBERG, 2004, p.8).

Nesse cenário de embates de atores concretos no campo social, político e econômico é definido o papel da empresa na sociedade, assim como também se desenham as trajetórias das noções e ações de responsabilidade social e de sustentabilidade. Elas surgem de diferentes iniciativas e em diferentes contextos, as quais, atualmente se complementam e criam o grande arcabouço teórico da responsabilidade social empresarial, estudado por muitos teóricos como SACHS<sup>10</sup>.

Como já desenvolvido acima, as empresas são instituições importantes para toda a sociedade, em todos os seus âmbitos, pois interagem com comunidades, governos, empregados, consumidores e outras empresas. Esse papel das empresas como agentes de mudança, quando atendem as demandas da sociedade, buscando o desenvolvimento econômico, social e ambiental é, portanto, um dos discursos significativos na atualidade, conforme alguns autores registram:

O tema “Responsabilidade social de empresa” surge após a Segunda Guerra Mundial e avança em seus conceitos. Num novo olhar a empresa passa a perceber que investindo em políticas de preservação da qualidade de vida, ela ganha força política, apoio da sociedade civil, do Estado e, conseqüentemente, agrega valor para a instituição (OLIVEIRA, 2008, p.5).

Como também:

Empresas responsáveis tendem a olhar para soluções criativas que possam diminuir a desigualdade social. Elas podem colaborar para a necessidade atual de incorporar ao “público” experiências que o mundo

---

<sup>10</sup> Ignacy SACHS, autor de várias obras importantes que discutem a problemática e formulador do conceito ecodesenvolvimento, abordado em seu livro “Ecodesenvolvimento: crescer sem destruir, 1981”.

globalizado impõe envolvendo novas formas de ação e interação entre organizações, atendendo aos anseios institucionais e da comunidade, que clama por ações mais conscientes, que modifiquem o quadro de exclusão social (TINOCO, 2006).

O debate da responsabilidade social permeia um amplo território no campo das ciências sociais, onde podem ser levantadas muitas questões, como as discussões contemporâneas da responsabilidade social empresarial – SER, o tema do o investidor socialmente responsável – ISR, o do mercado sustentável e suas novas práticas, entre outros.

Neste panorama, conceitos de suma importância para a pesquisa como o da sustentabilidade começam a ganhar visibilidade e maior participação do público. Por exemplo, pesquisadores, organizações da sociedade civil, movimentos sociais, vem a debater quais os rumos das sociedades e do meio ambiente como analisado acima. E isso ocorre, com mais intensidade a partir da Segunda Guerra Mundial.

Na esteira desse processo ocorre, anos depois, a Primeira Conferencia de Meio Ambiente e Desenvolvimento organizado pela ONU, em Estocolmo, Suécia, em 1972, quando foi criado o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA). Nesta conferencia organizada pela ONU, conceitos como o ecodesenvolvimento, desenvolvido por Maurice Strong e largamente difundido por Ignacy Sachs a partir de 1974 ganha destaque. “Ele significa o desenvolvimento de um país ou região, baseado em suas próprias potencialidades” (MONTIBELLER, 2004, p.47).

A construção do novo conceito parte da critica à visão economicista e ao desenvolvimentismo, denunciando-os como reducionismo econômico e como responsáveis pela geração dos problemas sociais e ambientais. E o ecodesenvolvimento põe-se como resposta à crise da ciência até então estabelecida, nas abordagens de fenômenos sociais que se complexificaram com o advento destas questões. Sem embargo, na ciência, o conceito em pauta, que veio a se constituir em novo paradigma ou padrão normativo, difunde-se em resposta aos limites das abordagens que não mais conseguem dar conta de compreender a realidade complexa e mutante, composta de fenômenos sociais que não tomavam lugar ativo no pensamento científico,

tais como a exclusão social e a questão ambiental (MONTIBELLER, *op.cit.*,p.45).

O conceito de ecodesenvolvimento denomina a sustentabilidade a partir de cinco dimensões: “sustentabilidade social; econômica; ecológica; espacial; e sustentabilidade cultural” (*ibid*, p.48).

O mesmo autor sustenta que com debates crescentes sobre as formas de desenvolvimento, o conceito de sustentabilidade é introduzido por Lester Brown em 1980. Poucos anos mais tarde, em 1987 foi utilizado pela primeira vez o termo desenvolvimento sustentável pelo relatório de Brundtland. Em 1992, ano da Eco-92 ocorrida na cidade do Rio de Janeiro o conceito desenvolvimento sustentável é debatido e consolidado.

O desenvolvimento sustentável é um conceito amplo e, devido a esta característica, permite apropriações diferenciadas e ideologizadas por segmentos sociais de interesse. Sua proposição básica de eficiência econômica, associada à eficácia social e ambiental, que significa melhoria da qualidade de vida das populações atuais sem comprometer as possibilidades das próximas gerações, constitui padrão normativo almejado pela maioria das sociedades humanas, hoje (*id*, 2004, p.19).

A partir das considerações tecidas aqui, verificamos a importância de abordar a empresa como uma construção social, um espaço econômico sim, mas em relação com outras esferas da sociedade, em um dado tempo histórico e fruto de ações de atores concretos. Tendo essa compreensão por base, entendemos como os discursos e práticas em torno da responsabilidade social ou da sua contemporânea sustentabilidade influenciam os atores em sua prática social. Como por exemplo, nossos objetos de pesquisa, isto é, os investidores que são mobilizados em direção aos novos índices que denotam esse compromisso social e ambiental das empresas. Considerando esse contexto de discussões, o conceito de sustentabilidade, assim como o de responsabilidade social empresarial e o de investidor socialmente responsável são importantes de ser seguidos no debate contemporâneo.



## 8. PREVISAO DE CAPITULOS

### 8.1 Conceituação da Responsabilidade no Mercado

A responsabilidade social surge em uma nova configuração econômica e social no mundo, com uma procura de novos meio de desenvolvimento com maior responsabilidade e menos impactos negativos para o meio ambiente e sociedade. A Responsabilidade Sócio Empresarial – RSE, o Investidor Socialmente Responsável – ISR (SRI na sigla inglesa), e a Responsabilidade Socioambiental – RSA são linhas desenvolvidas para expressar a necessidade de compreender a atuação nos diversos contextos engajamento na filosofia da responsabilidade, tanto as empresas como os indivíduos, neste contexto da pesquisa, os investidores.

Determinar padrões para interpretar uma problemática de determinado conteúdo é questão fundamental para melhor compreensão do objeto de estudo, utilizando conceitos que possam expressar tal relação com o objeto de pesquisa.

A responsabilidade social engloba um grande leque de variáveis, como a da sustentabilidade, que é um novo ingrediente que surge em virtude de novas configurações políticas, sociais e ambientais.

Nesta pesquisa, a responsabilidade social será abordada como conceito chave para referenciar o contexto geral da problemática, e tendo este por base, utilizam-se termos como RS, ISR e RSE, RSA para referenciar questões pontuais. Todos os termos ligados a ações no âmbito do mercado.

### 8.2 Ética, Mercado Financeiro e Sustentabilidade

Nesta pesquisa, a ética será entendida enquanto moralidade, no sentido acima especificado. Ela não será abordada de forma mais detida, pois demandaria maiores estudos para as considerações a respeito da abrangência e complexidade que o tema representa. Mas como o tema de pesquisa trata da atuação do indivíduo, o investidor, envolvido por um mercado, constituído por instituições que criam regras e normas, a ética deve ser debatida para fundamentar a atitude do indivíduo e sua atuação.

**“Moralidade:** Em seu sentido prescriptivo, a moralidade é aquela consideração, ou conjunto de considerações, que fornece os motivos mais fortes para se viver de certo modo

especificado; em seu sentido descritivo, tal consideração ou conjunto de tais considerações que alguma pessoa ou grupo reconhece ou ao qual adere” (Roger Crisp in: William Outhwaite e Tom Bottomore (org.). Dicionário do Pensamento Social do Século XX. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1996. P.483)

“**Ética:** Em seu sentido mais amplo, ética refere-se à avaliação normativa das ações e do caráter de indivíduos e grupos sociais. É em geral usada alternadamente como MORALIDADE para se referir a obrigações e deveres que governam a ação individual. No entanto, há motivos para afirmar que a moralidade, nesse sentido, é uma instituição peculiarmente moderna, e que a palavra “ética” deveria ser compreendida de maneira mais ampla” (Williams, 1985 *apud* John O’Neill. in: William Outhwaite e Tom Bottomore (org.). Dicionário do Pensamento Social do Século XX. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1996.p. 279

A ética é compreendida como um padrão socialmente estabelecido com suas correspondentes expectativas decorrente desse conjunto de valores, servindo de pauta para a atuação de indivíduos em um determinado contexto – neste caso a esfera econômica especulativa. Tal esfera de atuação econômica possui notável valor social, já que é constituída por instituições que, criam regras e estabelecem princípios para a atividade econômica.

A ética se fundamenta no modo de socialização dos indivíduos em uma sociedade, cultura, plano de atuação, regularizando e determinando as diferentes esferas de atuações da vida profissional dos indivíduos no contexto social, como também envolvendo diversas conotações e aspectos da vida do sujeito, do indivíduo em seu contexto (SEN, 1999). A ética no âmbito do mercado capitalista contemporâneo difere da ética em outras esferas da sociedade, onde podem vigorar outros valores, isso ocorre devido a seu aspecto concorrencial. As relações de mercado no sistema capitalista se guiam por regras de acumulação, legitimando o enriquecimento pelo lucro, como padrão a ser seguido pelos indivíduos envolvidos por este sistema.

Mas no âmbito da ética do mercado financeiro capitalista, quais são os pressupostos normativos ou padrões de ação? Após a crise de 2008 que abalou o mercado financeiro internacional esta ética está em debate, e parece que seus pressupostos e padrões foram abalados.

Antes da crise de 2008, os princípios liberais pareciam ser o esteio que norteava o mercado, afastando a esfera pública do mercado, desejando um mercado de livre concorrência e liberdade nos princípios da economia neoliberal.

De acordo a MORAES (2001) o neoliberalismo trata de uma redefinição do liberalismo clássico, não se referindo a uma nova corrente, mas à utilização de algumas teorias liberais consagradas no contexto econômico atual, que pregam a absoluta liberdade do mercado e a restrição à atuação e intervenção estatal sobre a economia, além da defesa das liberdades individuais. O mercado deve funcionar livremente, pois assim seria a melhor forma de regulação, por uma ordem espontânea ou mão invisível.

O mesmo autor registra também que há dois momentos históricos em que esta ética liberal, que é de base individualista, culmina em grandes crises financeiras, como a de 1929 e a de 2008. A primeira leva a uma grande depressão e colapso da economia mundial e a crise de 2008 eleva o grau de endividamento e especulação imobiliária, criando uma bolha no setor imobiliário por diversos mecanismos criados com a inovação financeira. Estes mecanismos alavancaram o sistema financeiro criando grandes perdas para a economia norte-americana, como também para diversas economias em maior ou menor grau. Ambas as crises foram ocasionadas pelo excesso de liberdade e especulação, necessitando então de intervenção estatal para salvar as economias e os mercados financeiros.

Na crise de 2008, a atuação do governo norte-americano foi mais rápida e condicionou menores danos para a economia e para o sistema financeiro, diferentemente da grande depressão de 1929, quando os princípios da economia liberal não permitiram a atuação do governo em meio à economia, registrando enorme colapso financeiro, o maior da história capitalista. A intervenção estatal na crise de 2008 foi rigorosa salvando instituições financeiras centrais do sistema capitalista, rompendo com a ética individualista do liberalismo, que tem como pressuposto o dever do indivíduo em arcar com as consequências de suas ações e de ele mesmo ser reconhecido ou responsabilizado por estas. Essas medidas diferem do ocorrido na grande depressão de 1929, quando a ética individualista foi levada às últimas consequências, levando a economia ao colapso econômico (FILHO e SILVA, 2011).

A intervenção estatal necessária na economia norte americana para estabilizar a crise financeira de 2008 acarretou mudanças necessárias sobre os mercados regidos por princípios liberais e sua ética

individualista. A ética individualista do liberalismo evidenciou uma socialização dos prejuízos e privatização dos lucros (SEN, 1999)

A ética e os princípios econômicos liberais dos mercados continuam hegemônicos embora aparentemente abalados pela crise financeira e com as tentativas de restrições estatais. Sua influência sobre a forma de compreender e vivenciar as relações no mercado, sob o prisma dessa suposta racionalidade dos princípios econômicos liberais e a ética individualista, ameaçam o mercado a novas crises.

No entanto, surgem inovações no ambiente financeiro internacional, que se desenvolvem a partir da década de 1980, que procuram salvaguardar a perspectiva neoliberal de gestão econômica (e política) através do movimento denominado de governança corporativa, pelo menos na sua versão norte-americana, que tende a garantir o lucro dos acionistas através de maior transparência na gestão das empresas (GRÜN, 2003 e 2005). Discussão que será tratada em capítulo posterior de forma mais detalhada.

Tem críticos, por outro lado, que não se dirigem contra a idéia de uma racionalidade no mercado, mas contra o tipo de racionalidade defendida. Por exemplo, Amartya Sen (SEN, 1999 p.26) afirma que o comportamento econômico dos indivíduos e a racionalidade estão relacionados com a ética e à motivação, com um comportamento racional, este que tem um papel fundamental na economia moderna (p.26).

Para este autor, é fundamental conectar ética e desenvolvimento, e esta iniciativa constitui um “movimento inovador, sem precedentes das organizações internacionais financeiras” (SEN, 2005, p.35). Assim, os valores de setores chave na economia (empresários, profissionais etc.) podem ser positivos se participam de uma ética responsável, ou ao contrário, pesar negativamente para a sociedade se não o fazem. Após profundas considerações quanto ao sentido de responsabilidade, o autor afirma que um dos problemas específicos de uma ética para o desenvolvimento, ou seja, as formas e meios de conquistar um desenvolvimento sustentável deveria considerar a necessidade de “fazer um escrutínio das demandas da cidadania”. Conforme ele argumenta:

“Perceber uma pessoa como cidadão é ter uma visão especial de humanidade, e é assim como ela deixa de ser percebida como uma criatura egoísta; temos que ver e entender às pessoas como seres racionais, que pensam, valorizam, decidem e atuam”. (Op. cit, p.38)

E, avançando no seu raciocínio, Amartya Sen registra que “a idéia de cidadania coloca em foco a necessidade de considerar às pessoas como agentes racionais, não meramente como seres cujas necessidades têm que ser satisfeitas ou cujos níveis de vida devem ser preservados”. Mas, isso ainda não é suficiente, já que ele identifica “a importância da participação pública, não simplesmente pela sua efetividade social, mas também pelo valor desse processo em si mesmo. A relação entre ética e desenvolvimento implica diferentes tipos de valores e preocupações”. (*ibid.*, p.40)

Ou seja, desde essa perspectiva, os indivíduos e empresas que agem no mercado, e que estejam sintonizados com essa agenda de responsabilidade, estarão colaborando para uma democracia com qualidade, com apego à ética (Iglesias, 2005).

A liberdade para o indivíduo perseguir seus objetivos, segundo a ética individualista implantado pelo pensamento e teorias do liberalismo econômico, cria um grande embate com relação ao discurso sustentável.

### **8.3 O Mercado Financeiro**

A crise financeira que se precipitou em 2008, e que desde então os EUA estão tentando sair, procurando voltar a crescer, revelou a necessidade de mudanças estruturais nos modelos políticos e econômicos mundiais, e fez emergir novos atores e assim novas relações neste campo do sistema financeiro global. Nesta nova conjuntura, entre as economias que se desenvolvem rapidamente, conhecidas como emergentes, o mercado financeiro, que é o responsável por circular o capital mundial, ganha relações cada vez mais complexas, pois na medida em que novos atores econômicos produzem mais circulação de capital mais este mercado cresce para absorver essa entrada do novo capital. Isso produz maior circulação e, se não regulado e controlado por instituições, possivelmente aumenta a possibilidade de haver mais especulações. Dentro deste mercado financeiro, existem diversas formas de circular o capital e uma das mais conhecidas e disseminadas é o mercado de capitais. É nele que a bolsa de valores constitui a instituição responsável por concentrar e organizar as ações das empresas no país e o capital dos investidores que circula neste mercado.

Já comentamos que o mercado financeiro é criado segundo Weber, por indivíduos com perfil muito próximo a adoradores de jogos de azar, ácidos freqüentadores de cassinos e meios de jogatina, onde o risco é inerente, e acompanha o jogador em suas apostas. Enquanto mais

apostar esse indivíduo, mais pode ganhar, mas também maior será seu risco. Para o autor, se pode separar os jogadores e investidores em grupos de diferentes perfis, sendo estes: conservadores, moderados e agressivos.

O mercado financeiro é um grande campo de atuação dos especuladores, estes investidores, criados pelo capitalismo, apostando na alta ou baixa de uma determinada ação na bolsa de valores. Os especuladores ganharam espaço e papel preponderante nos mercados financeiros mundiais, sendo por partes responsáveis em momentos de crises ou de mercados instáveis, por deixar ainda mais voláteis pela especulação de queda. Estes investidores fazem apostas ousadas com ferramentas para defender seu capital caso suas apostas não ocorram. Esta forma de investimento, sobre especulação, aposta na queda ou alta de um determinado papel (ação) sem fundamentos, manipulando o mercado, estes investidores são chamados pelos investidores mais conservadores e contra este modo de investir de jogo, deturpando a imagem e a essência da bolsa de valores, numa visão clássica do investidor capitalista financeiro de que o mercado de capitais é um meio criado para o bem do sistema e do progresso as empresas e das economias, defendendo este modo de investir. Estes investidores mais conservadores e com esta visão meramente financeira desenvolvem investimentos com base fundamentalista ou grafista; sendo os fundamentalistas resumidamente aqueles investidores que utilizam de balanços contáveis que as empresas listadas na bolsa de valores são obrigadas a desenvolver e conceder publicamente, onde estes investidores analisam os mesmos para obter informações sobre a empresa para decidir sobre investir ou não na empresa. Os grafistas são investidores que analisam os gráficos das empresas para tomar suas decisões, usando ferramentas técnicas e teorias formuladas sobre as tendências dos gráficos desenvolvidos pelas oscilações das ações na bolsa de valores, sendo estes dois tipos de estratégias mais clássicas e utilizadas pelo mercado (PEREIRA e URPIA, 2011).

#### 8.4 O Mercado de Ações

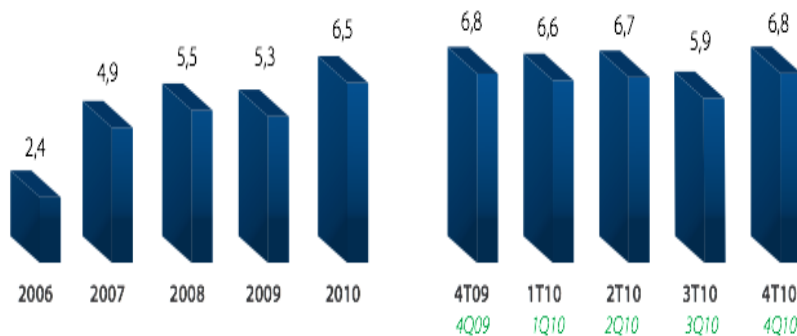
O mercado de ações, ou acionário, que é institucionalizado pela bolsa de valores é conhecido também como mercado de valores mobiliários, nada mais que um mercado, no sentido mais clássico da palavra, onde os indivíduos trocam mercadorias. Os indivíduos que são chamados de investidores trocam ações, isto é, tem papéis de empresas negociados neste mercado. Estas empresas são conhecidas como

sociedades por ação (S.A), com seu capital acionário aberto no mercado de ações brasileiro.

Para uma empresa abrir seu capital, esta necessita fazer um IPO – Initial Public Offering (sigla em inglês), uma oferta pública de ações para então virar uma empresa de capital aberto com ações listadas na bolsa. O principal interesse das empresas em fazer um IPO não é participar do mercado acionário da bolsa, pois como analisado anteriormente, a bolsa serve para formar um mercado secundário, para os investidores comprarem e venderem ações de empresas após fazerem seu IPO, criando liquidez para as ações. O interesse principal das empresas ao fazer um IPO é se capitalizarem. Uma forma de captar dinheiro que não seja exclusivamente via bancos públicos ou privados. Assim, ao abrir capital, a empresa se desfaz de uma porcentagem de suas ações em troca de dinheiro para financiar sua expansão, melhorar seu fluxo de caixa entre outras questões.

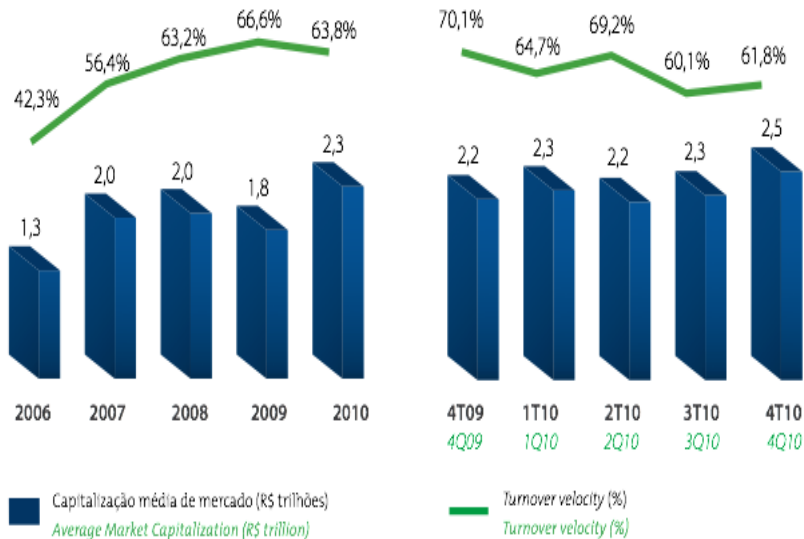
A bolsa de valores é o meio para negociar estes papéis, chamado de mercado secundário, pois as ações negociadas neste mercado não são mais das empresas, mas dos investidores. Estas ações são chamadas pelo mercado de *free float*, ações que tem livre flutuação, negociação, pois estão nas mãos de investidores públicos, e não pertencendo aos controladores da empresa, podendo vendê-las a qualquer momento, pois se encontram em circulação no mercado, criando a liquidez no mercado acionário. Desta forma, a bolsa de valores regula as movimentações e as empresas listadas, pois uma vez a empresa abrindo seu capital, esta deve saber que tem um grande e complexo processo para poder entrar neste mercado como também para continuar neste, devendo prestar contas aos acionistas e diversas outros deveres a serem cumpridos. Desta forma, é preciso que a empresa tenha um mínimo de conhecimento para ingressar neste mercado, que movimenta bilhões de dólares por dia no país, e trilhões de dólares por dia no sistema financeiro mundial.

Segmento Bovespa – evolução dos volumes médios diários – em bilhões de R\$



Fonte: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) - Relatório Anual 2010

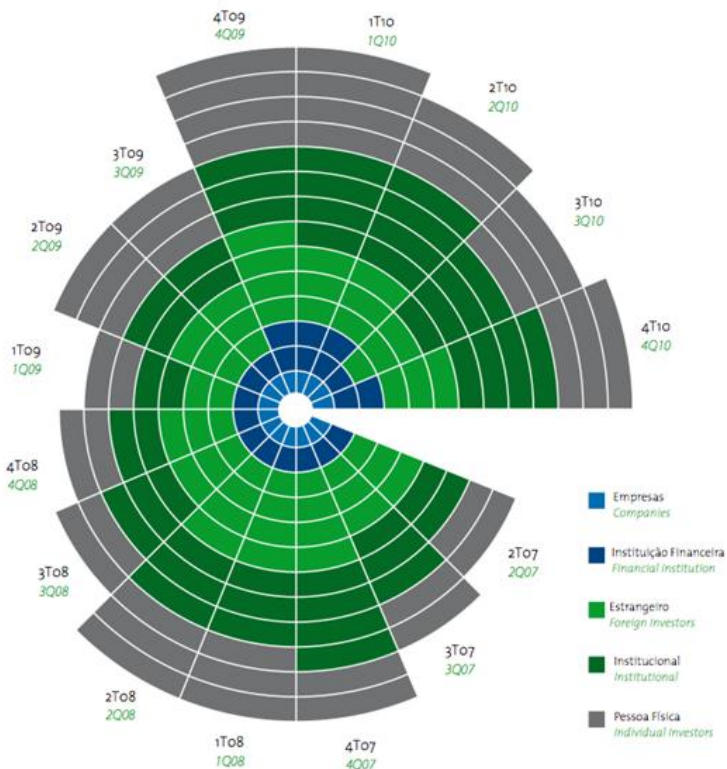
Segmento Bovespa – capitalização média de mercado (R\$ trilhões) e velocidade de giro das ações (turnover velocity)



Fonte: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) - Relatório Anual 2010



Segmento Bovespa – capitalização média de mercado (R\$ trilhões) e  
 velocidade de giro das ações (turnover velocity)  
 Participação dos Investidores



Fonte: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) - Relatório Anual 2010

O Ibovespa é o principal índice da BM&FBovespa calculando a média por pontos facilitando para o investidor acompanhar a situação do mercado como um todo, já que o Ibovespa é composto pelas 27 ações com maior liquidez<sup>11</sup> listadas na bolsa brasileira.

A questão da liquidez é central para o funcionamento de todo e qualquer tipo de mercado financeiro, como também para o mercado de

<sup>11</sup> Conceito financeiro que se refere à facilidade com que um ativo pode ser convertido em meio de troca correte da economia, e se tratando de empresas listadas na bolsa, são aquelas empresas que suas ações têm grande volume de negócios em um dia de pregão.

capitais. Pois é a liquidez que proporciona a livre circulação dos fluxos de investimentos nos mais diversos mercados e empresas, dando ao investidor a possibilidade de comprar e/ou vender uma determinada ação na hora que bem entender. Sem liquidez, o mercado se torna rígido, com pouca movimentação e assim com um baixo nível de fluxo de capitais, o que afasta os investidores do mercado pois capital que tem baixa possibilidade de circulação, se torna mais arriscado, pois a possibilidade de sair de um ativo no momento certo ou em momentos de risco se torna mais difícil. A liquidez é o porto seguro para os investidores.

Este índice constitui uma referência para o investidor em relação à perspectiva do mercado e o movimento entre compradores e vendedores, oscilando o índice conforme a atuação da maioria dos investidores, estando o mercado vendedor se está caindo, tendo mais investidores vendendo suas ações, ou comprador, se os investidores estão com maior apetite à compra, subindo o Ibovespa. Lembrando que o índice é constituído pelas ações mais negociadas da bolsa e não de todas as empresas, estão por vezes, pode haver mais compradores e o Ibovespa estar caindo, pois os investidores podem estar comprando ações fora o Ibovespa.

Como este índice, existem outros diversos em outros países referenciando e demonstrando o contexto do mercado financeiro de determinado país ao investidor, em diversas bolsas de valores como, Dow Jones, Nasdaq, S&P 500. Estes três índices considerados como os principais do mercado financeiro mundial, por serem do maior mercado financeiro do mundo em negociação, o americano, entre outros com grande peso no mercado financeiro internacional: CAC 40 França, DAX 30 Alemanha, FTSE 100 Inglaterra, IBEX 35 Espanha, Nikkei Japão, Shanghai Comp China, entre outros. Estes índices são os principais índices do mercado financeiro internacional, possibilitando ao investidor assim uma referência dos mercados financeiros de outros países, podendo traçar análises da conjuntura financeira internacional. Os índices têm uma grande importância no mercado financeiro, pois são a métrica do investidor, nestes índices, o investidor pode analisar como estão os ânimos dos mercados financeiros desta forma desenvolver a estratégia de investimentos.

Desta forma, como existe o índice que identifica a média do mercado, calculado pelas ações de maior liquidez no mercado, outros índices são formados por outras empresas com características

específicas para fazerem parte. Adiante o tema será tratado com mais profundidade<sup>12</sup>.

## 8.5 O Mercado de Ações e a Bolsa de Valores no Brasil

No Brasil, a bolsa de valores tem o nome de BM&FBovespa, sendo este o local onde se encontra o centro das negociações do mercado de capitais desenvolvidas pelos investidores brasileiros e as diversas empresas dos mais variados setores da economia brasileira com capital aberto. Mas não foi sempre assim. A história do mercado de capitais no Brasil tem origem no Rio de Janeiro, sede da primeira bolsa de valores do Brasil<sup>13</sup>.

A dinâmica com outros investidores se desenvolve pela compra e venda de ações. Estas ações de empresas estão listadas no mercado financeiro, as chamadas empresas S.A. (Sociedade por Ações) com seu capital aberto, podendo ter parte de suas ações negociadas no mercado financeiro, ou em sua totalidade. Diferente das empresas LTDA (Limitadas), as empresas que participam deste mercado devem cumprir normas e regras mais rígidas das que são obrigatórias as empresas limitadas ou mesmo S.A., mas de capital fechado.

O mercado de valores mobiliários é o conjunto de instituições e de instrumentos que possibilita realizar a transferência de recursos entre tomadores (empresas) e aplicadores de recursos (poupadores), buscando compatibilizar seus objetivos. Essa transferência se processa através de um conjunto de operações financeiras de médio e longo prazos ou de prazo indefinido, normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas ou através de intermediários financeiros, geralmente destinadas ao financiamento de investimentos. A função básica desse mercado é proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias abertas e viabilizar seu processo de capitalização. A compra e venda dos títulos previamente existentes ocorre no mercado secundário, enquanto a colocação inicial dos mesmos se dá no mercado primário. Nesse mercado, principais títulos negociados são os representativos do capital das companhias, as ações, ou os representativos de empréstimos tomados por essas empresas, via mercado, entre os quais se destacam as debêntures

---

<sup>12</sup> Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).

<sup>13</sup> Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).

(conversíveis ou não em ações) e as notas promissórias comerciais (commercial papers) (O que são ações, CVM<sup>14</sup>).

As ações são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital da empresa que as emitiu. O investidor em ações é um co-proprietário da companhia da qual é acionista, participando proporcionalmente dos resultados alcançados pela empresa (O que é o mercado de valores mobiliários, CVM<sup>15</sup>).

Quando você compra ações de uma empresa, você está comprando uma pequena parte dela, ou seja, você está virando sócio desta empresa. Como sócio existe duas possibilidades de ganhar dinheiro: uma quando a empresa exerce lucro, com isso ela distribui parte dos lucros entre os sócios, os chamados dividendos. E se ela vai bem, e produz lucro, e atua em um mercado promissor, ela pode valorizar suas ações com seu crescimento, no mercado financeiro, assim o investidor ganha também desta forma, com a valorização das ações desta empresa.

Para negociar as ações das empresas de capital aberto do mercado de capitais, é que existe a bolsa de valores. No Brasil não se pode comprar ações direto da bolsa de valores, então é aqui que surge a necessidade de um intermediário para o investidor poder comprar ações na bolsa de valores, sendo este intermediário a corretora de valores ou o home broker (plataforma online de negociação de ações disponibilizada pelas corretoras).

As corretoras de valores que fazem esta intermediação entre a bolsa de valores e os investidores podem ser corretoras independentes, estas que não tem nenhum vínculo com bancos ou grupos privados, e as corretoras de valores que fazem parte de bancos e grupos privados.

É importante salientar que as corretoras de valores independentes estão cada vez mais vulneráveis e perdendo espaço no mercado financeiro. Isso, pois grandes bancos e grupos privados estão cobrando valores cada vez menores pelos serviços prestados aos investidores. Estas corretoras não independentes, normalmente atreladas a grandes bancos, como desenvolvem um enorme leque na carteira de serviços, as fontes de recursos não estão atreladas apenas a pequenas taxas de corretagem (taxa cobrada quando é exercida uma ordem pelo

---

<sup>14</sup> Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno2.asp>.

<sup>15</sup> Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno2.asp>.

investidor no mercado financeiro) e custódia (taxa de serviço cobrada pela guarda e proteção das ações (ativos, títulos, valores imobiliários e outros instrumentos financeiros) do investidor pela corretora e coordenado pela CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódio). Taxas estas, que as corretoras independentes têm como principal fonte de recursos.

## 8.6 Os Índices da BM&FBovespa

O mercado de capitais é um mercado formado e constituído por instituições que regulam este mercado. A comercialização das ações de empresas dos mais variados setores da economia se desenvolve em plataformas de acesso online. Os investidores apostam em suas estratégias, garantindo lucros ou prejuízos, à procura de produtos que rendam bons retornos para seu portfólio de investimentos, é o objetivo final. Para que isso ocorra de forma correta, várias instituições de controle regulam este mercado como CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e CBLC e a bolsa de valores sendo a intermediadora entre os investidores.

Os índices são o conglomerado de empresas que divididas por setores, tamanho, atuação, liquidez de seus papéis na bolsa, determinam a formação dos índices, separando as empresas em classes que formam índices que possibilitam ao investidor ter uma referência do mercado onde estas empresas atuam.

O Ibovespa, como analisado anteriormente, é o principal índice da bolsa de valores brasileira. Ele é o principal e mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Acompanhá-lo significa ter um panorama geral de como as ações das principais empresas de capital aberto estão se comportando. Este, como outros índices do mercado, tem sua formação determinada pelas empresas listadas na bolsa, utilizando diferentes métodos para constituí-los. O principal índice da bolsa foi criado em 1968, com uma carteira teórica composta por 27 ações<sup>16</sup>.

Os índices da bolsa de valores são considerados os termômetros do mercado de ações. Foram criados para possibilitar um maior leque de investimentos orientados a perfis variados de investidores, podendo assim diversificar o investimento ou mesmo alocando o capital naquele que mais convém com sua estratégia ou perfil de investimento. Esta

---

<sup>16</sup> Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).

formação de um grande leque de oportunidades, com o surgimento de novos e variados índices na bolsa de valores, criam mais possibilidades para atrair novos investidores, pois com uma maior gama de índices, maior é a capacidade que estes tem de chegar mais próximo do perfil de um determinado investidor. O índice ISE, é um caso emblemático e de grande referencia da criação de um índice que possibilite o investidor com um perfil voltado e preocupado com a responsabilidade sócio-ambiental poder se identificar e investir a partir de suas concepções e referencias.

Visibilidade, liquidez e prestígio caminham juntos pelos índices,

BM&FBovespa é um importante indicador de desempenho dos ativos das companhias listadas em Bolsa. Além de promover a visibilidade das companhias que conquistam o posto de "elegíveis" da carteira de índices, uma empresa que chega lá ganha, automaticamente, o prestígio de fazer parte de uma lista composta por instituições que seguem à risca as melhores práticas de transparência, credibilidade, disciplina e comprometimento com o seu negócio<sup>17</sup>.

Entre os indicadores da BM&FBovespa, o Ibovespa é o mais tradicional deles, com referência internacional e uma história que já ultrapassa os 40 anos. Com o passar das décadas e para atender a necessidade do mercado, alguns outros foram surgindo ao longo do tempo, com destaque para o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), os setoriais de energia elétrica (IEE), telecomunicações (Itel) e da indústria (INDX), e os índices SmallCap (SMLL) e MidLarge Cap (MLCX)<sup>18</sup>.

Diversos índices fazem parte da BM&FBovespa, que constituem uma série de perfis de diferentes áreas e meios econômicos. Abaixo segue os índices e suas especificações:

Índices de ações existentes no mercado financeiro brasileiro:

Índice Bovespa - Ibovespa  
Índice Brasil 50 - IBrX-50

---

<sup>17</sup> Disponível em:

[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_indices.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_indices.asp).

<sup>18</sup> Disponível em:

[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_indices.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_indices.asp).

Índice Brasil - IBrX  
Índice Brasil Amplo - IBrA  
Índice Mid-Large Cap - MLCX  
Índice Small Cap - SMLL  
Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE  
Índice Carbono Eficiente - ICO2  
Índice Setorial de Telecomunicações - ITEL  
Índice de Energia Elétrica - IEE  
Índice do Setor Industrial - INDX  
Índice de Consumo - ICON  
Índice Imobiliário - IMOB  
Índice Financeiro - IFNC  
Índice de Materiais Básicos - IMAT  
Índice Utilidade Pública - UTIL  
Índice Valor BM&FBOVESPA - IVBX-2  
Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC  
Índice de Governança Corporativa Trade - IGCT  
Índice de Ações com Tag Along Diferenciado - ITAG  
Índice de Dividendos - IDIV

## 8.7 Governança Corporativa

A governança corporativa é conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, um “conjunto eficiente de mecanismos” com um grande leque de atuação sobre o mercado, investidores, *stakeholders*, desenvolvendo incentivos e o monitoramento do comportamento dos executivos responsáveis pelo controle da empresa, estando estes comportamentos alinhados com os interesses dos acionistas tanto majoritários quanto minoritários (Disponível em: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)).

Para separar a propriedade da gestão empresarial, criando controles sobre a gestão da empresa, os conselhos são as principais ferramentas que asseguram o controle desta propriedade. Os conselhos de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal desenvolvem papéis fundamentais para este controle sobre a gestão empresarial da empresa envolvida e alinhada pela governança corporativa.

A empresa que opta pela Governança Corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. A ausência de

conselhos qualificados e bons sistemas de Governança Corporativa tem levado empresas a fracassos decorrentes de abuso de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros); erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal); fraudes (uso de informações privilegiadas em benefício próprio, atuação em conflito de interesses)<sup>19</sup>.

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa vem ganhando espaço e se expandindo em diversos mercados, como os também chamados emergentes, como no caso do Brasil. A governança tem como base a prestação de contas (*accountability*) e a transparência (*disclosure*) como princípios que regem todo mecanismo. Esta política de prestação de contas como a transparência é um meio cada vez mais disseminado no mercado acionário pelas instituições e empresas para atrair mais investidores interessados em investirem seu capital com maior segurança. Pois desta forma, o investidor minoritário, este que é maioria no mercado acionário, tem maior acesso a informações quando uma empresa se declara ser mais transparente e desta forma controlada por instituições como a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa como também pela BM&FBovespa, legitimando o mecanismo da governança corporativa como analisa GRUN (2003) o processo de criação “e o aperfeiçoamento de artefatos jurídicos que ordenaram as diversas tendências, como a redefinição das funções de órgãos estatais ou paraestatais, como o Cade e a CVM, pouco salientes em momentos anteriores” (*Op. cit.*, p.139).

“Governança corporativa” é uma expressão que vem se tornando conhecida em diversas áreas da sociedade brasileira, principalmente na atividade econômica; metaforicamente, em outras áreas. Ela engloba um conjunto de dispositivos, cada vez mais díspares quanto ao seu escopo e lógica interna, mas todos concorrendo para estabelecer ou manter uma relação entre acionistas e dirigentes das empresas, considerada satisfatória para os primeiros. Num nível alto de generalidade, os chamados “pilares da governança corporativa” são: respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência nos procedimentos das empresas, possibilidade de aquisição do controle acionário

---

<sup>19</sup> Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>.



das empresas através da compra de suas ações nos mercados financeiros (GRUN, 2005, p.68).

Vê-se que a governança corporativa é um ideário típico do sistema financeiro norte-americano, mostrando-se como um instrumento na sua disputa secular contra as direções profissionais das empresas nas quais o capital captado e redistribuído pelos financistas é aplicado (Roe, 1994). Dessa maneira, o problema original que a governança corporativa procura resolver corresponde à configuração específica dos modelos anglosaxões de capitalismo, nos quais o financiamento das empresas se faz pelo recurso aos aportes do público investidor em geral, em contraposição às outras situações, como as dos países da Europa Ocidental e Japão, nos quais a ligação do sistema bancário com as grandes empresas é mais estreita (GRUN, 2005, p.69).

Entretanto, o chamado big bang da internacionalização dos mercados financeiros dos anos de 1990 acabou generalizando as práticas norte-americanas, constituindo-se num dos aríetes mais potentes da “globalização” (Guillén, 2000; Streeck, 2001; Lane, 2003). É assim que assistimos nos últimos anos a difusão da governança corporativa em diversos países desenvolvidos ou em desenvolvimento. A militância dos atores nacionais que vêm na governança corporativa a salvação do capitalismo brasileiro é secundada por uma ação muito forte dos diversos organismos multinacionais, como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI), que divulgam as virtudes de práticas, a exemplo da governança corporativa, como condições necessárias à saúde econômica das sociedades que lançam mão de recursos daquelas entidades (Grün, 2005, p.69).

A governança corporativa se tornou a linguagem e o modelo financeiro dos grandes centros econômicos internacionais como também das instituições que regulam este. O mercado norte-americano, exportando este modelo para países emergentes como o Brasil, potencializa a conexão da linguagem, possibilitando abrir novos canais para o capital especulativo atuar no grande mercado brasileiro que se abre (GRUN, 2005).

Do ponto de vista da procura, estávamos assim diante de condições muito favoráveis para a acolhida e disseminação de idéias que valorizassem as suas habilidades ou pontos de vista no trato das questões internas às organizações. Do ponto

de vista da oferta, a governança corporativa era um “produto” que atendia satisfatoriamente a essa demanda. Ela começa a tomar corpo no início dos anos de 1980 nos Estados Unidos, representando um novo estágio no predomínio da visão financeira na disputa interprofissional pelo controle das grandes corporações (Fligstein, 2001). A governança corporativa irá rezar que os aumentos de eficiência das organizações, das empresas em particular, seriam fruto da qualidade da vigilância (governança) que seus proprietários efetivos exerceriam sobre suas operações, e que essa qualidade é função de um ambiente institucional adequado para tal, salientado o papel de um mercado de capitais semelhante ao norte-americano e, mais genericamente, a um quadro legal respeitoso dos direitos de propriedade individual (GRUN, 2005, p.70).

Talvez não seja exagero dizer que a governança corporativa é uma espécie de coroamento do conjunto das principais soluções mágicas que advém dos conselhos dos órgãos financeiros internacionais para fomentar o desenvolvimento econômico – e, também, social – dos países menos desenvolvidos (GRUN, 2005, p.71).

Seus arautos serão indivíduos escolhidos entre os membros mais internacionalizados das profissões, chegando a rotular a governança corporativa como uma necessidade do mundo moderno e assim estigmatizando seus possíveis adversários como atrasados (Dezalay, 2002) (GRUN, 2005, p.71).

Nessa primeira etapa da difusão da governança corporativa, seu conteúdo estava inteiramente ligado à necessidade do estabelecimento de um quadro legal que aumentasse a confiança dos investidores no mercado de ações (GRUN, 2005, p.71).

No quadro montado por esses atores, os oponentes da governança corporativa eram uma nebulosa intitulada de “capitalismo tradicional brasileiro” (Agestado, 2000). Esse agrupamento compreendia desde os acionistas majoritários de empresas, que não queriam abrir mão de seus privilégios de controladores, até as parcelas do mercado de capitais e dos setores do governo e da imprensa, que não abraçavam a nova causa com a ênfase que seus arautos, achavam-na merecedora. Estávamos diante de uma típica disputa entre setores das elites tradicionais, na qual o grupo mais novo

encontrava dificuldades para se instalar nas posições privilegiadas da sociedade e brandia a espada da contemporaneidade internacional para justificar a importância de seus triunfos (GRUN, 2005, p.71).

E a questão que antes interessava somente aos (poucos) participantes do mercado financeiro vai ganhar o estatuto de problema nacional, já que passa a ser de interesse direto de uma grande parcela da sociedade brasileira. Esse passo dificilmente poderia ser menosprezado, pois, não só no Brasil, mas internacionalmente, os mercados de capitais são estigmatizados como uma esfera de atuação econômica ilegítima, assemelhada a jogos de azar. Assim, os participantes dos mercados financeiros, ao aplicarem seus recursos em ativos “de risco”, não mereceriam a nossa compaixão caso os perdessem. Segundo Raymundo Magliano, presidente da Bovespa, para que o nosso mercado de capitais se desenvolva: “O fundamental é a mudança cultural na imagem da Bovespa. A bolsa era vista como um cassino, era uma caixa-preta, uma casa de jogos. E, hoje, as pessoas falam em investir” (Pavini, 2004) (GRUN, 2005, p.72).

Afinal, o “direito de escolher os nossos dirigentes”, a “transparência” e “direitos dos minoritários (das minorias)” são conceitos que iniciaram a sua carreira na esfera pública brasileira a partir da luta pela redemocratização dos anos de 1970 e 1980. Finalmente, “governança” entrou no nosso léxico mais recentemente, mas também “migrou” da esfera cívica para a financeira (GRUN, 2005, p.73).

Uma das ações mais intensas nesse sentido são as séries seguidas de imprecisões sobre como deve funcionar a economia, em especial exigindo o retraimento do Estado e da política em geral, estigmatizando essas esferas de atividade como irracionais. E uma das principais exigências nesse sentido é a de que o controle das atividades econômicas deve ser privilegiar a auto-regulação providenciada pelos pares em vez de promover intervenção em alguma agência estatal. Entretanto, os líderes empresariais dos últimos anos parecem corresponder mais ao figurino do “Faça o que eu digo, não faça o que eu faço”. É assim que, diante das crises capitalistas recentes, aparece a boa e velha intervenção estatal, salvando os mercados do pânico generalizado, mesmo

nos Estados Unidos os dois casos mais dramáticos dos últimos anos mostram bem isso (GRUN, 2005, p.74).

Neste contexto da governança corporativa, não se pode deixar de fora a nova configuração que esta desempenhou para a criação e surgimento de novos segmentos especiais de listagem, de Novo Mercado, e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2, desenvolvidos com o objetivo de estimular as negociações na bolsa brasileira beneficiando ao mesmo tempo o investidor como também a valorização das companhias (BM&FBovespa Novo Mercado, 2009).

O Novo Mercado, implantado em 2000 ainda pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), tem o papel de listar as novas companhias que venha a abrir seu capital, enquanto os Níveis 1 e 2 destinam-se a empresas que já possuem ações negociadas na bolsa.

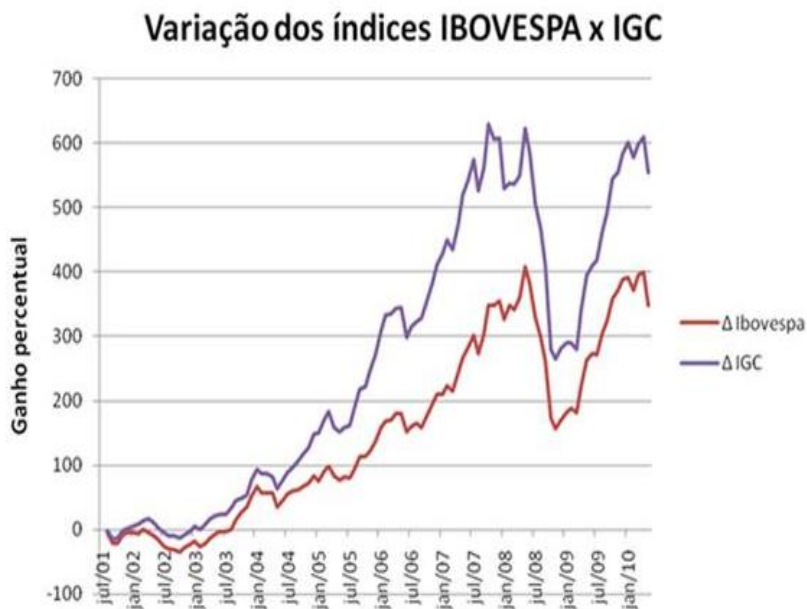
Nos últimos cinco anos instalou-se no espaço empresarial brasileiro uma discussão sobre a idéia de governança corporativa, em princípio, uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro. A partir de 1999, o fenômeno adquiriu uma forma mais precisa com a tramitação da nova Lei das Sociedades Anônimas e o “novo mercado de capitais”, inaugurado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Numa primeira aproximação, podemos dizer que o modelo de governança corporativa predica a transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários (GRUN, 2003, p.139).

Como analisado acima, a governança corporativa, é uma ferramenta ditada principalmente pela transparência de informações emitidas pelas empresas ao mercado, como também a prestação de contas. Desta forma, as empresas listadas no Novo Mercado devem ter esse compromisso como também o de melhorar a qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários que reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Com a redução dos riscos em relação à empresa, o investidor se sente mais seguro de investir seu capital na empresa, melhorando a precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva a abertura de capital de novas companhias na bolsa, fortalecendo o mercado acionário brasileiro. A adesão de uma nova companhia ao Novo Mercado é voluntária.

Em resumo, a governança corporativa e a RSE constituem uma pauta central e de relevância no contexto atual da gestão empresarial, das demandas sociais, e então dos mercados de capitais. O panorama das

dimensões de governança corporativa e as dimensões sociais e ambientais que englobam a RSE juntas trabalham nos diversos critérios para “melhorar” a gestão das empresas em um “padrão” que possa englobar as mais diversas empresas listadas na bolsa.

GRÁFICO 1 - Variação dos índices IBOVESPA X IGC



Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Governanca-corporativa-tem-resultado-traduzido-pelo-mercado.asp>

Quando uma nova companhia adere ao segmento do Novo Mercado, esta tem deveres e obrigações maiores e mais rígidos, mas em contrapartida esta se beneficia de uma série de iniciativas desenvolvidas pela Bolsa, como sendo estas empresas destacadas para facilitar a identificação destas pelos investidores, como outras medidas operacionais como “identificação diferenciada dos códigos de negociação das companhias listadas no Novo Mercado (NM), identificação diferenciada em todos os meios de difusão da Bolsa, ampla divulgação a investidores nacionais e estrangeiros, sobre a adesão das empresas ao Novo Mercado, participação das ações das empresas no

Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)” entre outras<sup>20</sup>.

## 8.8 Ferramentas para RSE

### 8.8.1 Triple Bottom Line - TBL

*Triple Bottom Line* ou People, Planet, Profit, ou tripé da sustentabilidade, são os resultados integrais medidos pelos termos sociais, ambientais e econômicos, diferentemente da visão clássica das finanças e da contabilidade, que apenas interessa o resultado financeiro, resumindo-se a lucro e retorno. A concepção do TBL está também galgada sobre os resultados financeiros, mas seu fim não está nestes resultados, mas em uma cooperação com outros agentes, exercendo a *accountability*, e compreendendo que outras questões que não apenas os lucros estão em jogo para a empresa se desenvolver e criar os resultados esperados, envolvendo mais parâmetros, como o social e o ambiental. O TBL é apresentado nos relatórios corporativos das empresas comprometidas com o desenvolvimento sustentável. Por enquanto, são medições de caráter voluntário. A apresentação que algumas empresas desenvolveram desta conta tripla de resultados perceberam, antes de outras, que o consumidor estava cada vez mais responsável e exigindo saber qual seria o impacto econômico, ambiental e social que geram os produtos que premia com a sua compra<sup>21</sup>.

The phrase “the triple bottom line” was first coined in 1994 by John Elkington, the founder of a British consultancy called SustainAbility. His argument was that companies should be preparing three different (and quite separate) bottom lines. One is the traditional measure of corporate profit—the “bottom line” of the profit and loss account. The second is the bottom line of a company’s “people account”—a measure in some shape or form of how socially responsible an organisation has been throughout its operations. The third is the bottom line of the company’s “planet” account—a measure of how environmentally responsible it has been. The triple bottom line (TBL) thus consists of three Ps: profit, people and planet. It aims to measure the financial, social and

---

<sup>20</sup> Disponível em:

[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_NovoMercado.pdf).

<sup>21</sup> Disponível em: [www.ethos.org.br](http://www.ethos.org.br).

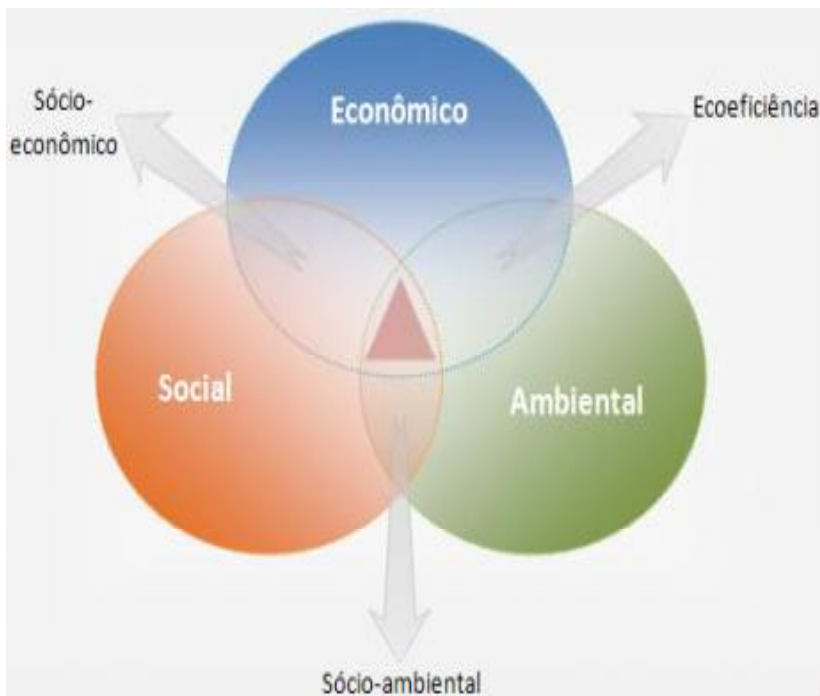
environmental performance of the corporation over a period of time. Only a company that produces a TBL is taking account of the full cost involved in doing business<sup>22</sup>.

O ISE vai além do TBL, pois desenvolve novas métricas e dimensões para avaliar se a empresa cumpre e está definida com o padrão de responsabilidade socioambiental e sustentabilidade, adicionando critérios e indicadores derivados de 6 dimensões como: dimensão geral, natureza do produto ou serviço, governança corporativa, econômico-financeira, ambiental, e social, havendo um maior arcabouço sobre o modelo do ISE para análise das empresas (Disponível em: [www.ethos.org.br](http://www.ethos.org.br)).



---

<sup>22</sup> Disponível em: <http://www.economist.com/node/14301663>.



Triple Bottom Line

Fonte: [www.viversustentavel.net](http://www.viversustentavel.net)

O Triple Bottom Line é utilizado nas organizações de forma a construir uma relação mais balanceada com as bases sociais, ambientais e econômicas que permeiam todas as relações sociais, influenciando e criando fluxos que melhoram sua atuação e sua função social. Algo muito observado por investidores, consumidores e toda uma cadeia (*stakeholders* e *shareholders*) que estão envolvidos com a atuação da organização. Esta atuação deve ser harmônica para que a organização, sua marca, produto e mercado seja submetida e aprovada com os atores que constituem suas relações sociais.

### 8.8.2 Balanced Scorecard

Conforme o levantamento feito pelo Instituto Etho ([www.ethos.org.br](http://www.ethos.org.br)) o Balance Scorecard – BSC é utilizado no país como um possível modelo de Balanço Social, este que é uma ferramenta muito utilizada nos meios empresariais para identificar e desenvolver os



*stakeholders* e a visão estratégica da empresa. Ferramenta desenvolvida por professores da universidade americana de Harvard, o BSC, foi muito disseminado e como o Triple Bottom Line - TBL e o ISE estão preocupados em se aproximar de seus clientes, podendo assim ter maior abertura e diálogo, para desenvolver novos clientes e investidores.

De acordo com o Ibase, o balanço social, que é publicado anualmente, pode ser entendido como um documento gerencial que contém um conjunto de informações sobre projetos sociais, benefícios e ações ligadas ao corpo de funcionários, investidores, analistas de mercado, acionistas e toda a comunidade, sendo, pois, considerado um instrumento estratégico para avaliação da prática de responsabilidade social corporativa<sup>23</sup>.

Dessa forma, uma rede de diálogo formada pela empresa com os atores que fazem parte dos processos da empresa, desenvolve uma perspectiva de trabalho conjunto entre os *stakeholders*, possibilitando assim a empresa operar de forma mais relacional e próxima, identificando as necessidades e problemas.

Grzybowski (2003) considera que o Balanço Social não é apenas um documento institucional, mas deve ser visto como algo necessário e legítimo, pois é uma demonstração de que a questão social tem sido tratada como uma questão estratégica e vital pela empresa.

Deste modo, o Balanço Social deve ser simples e de fácil entendimento pela sociedade.

Vieira Filho (1999) destaca que a divulgação do Balanço Social não é uma obrigação legal, mas sua publicação tem sido adotada por um grande número de empresas interessadas na demonstração, para toda a sociedade, de que elas estão preocupadas com a responsabilidade social corporativa e meio ambiente.

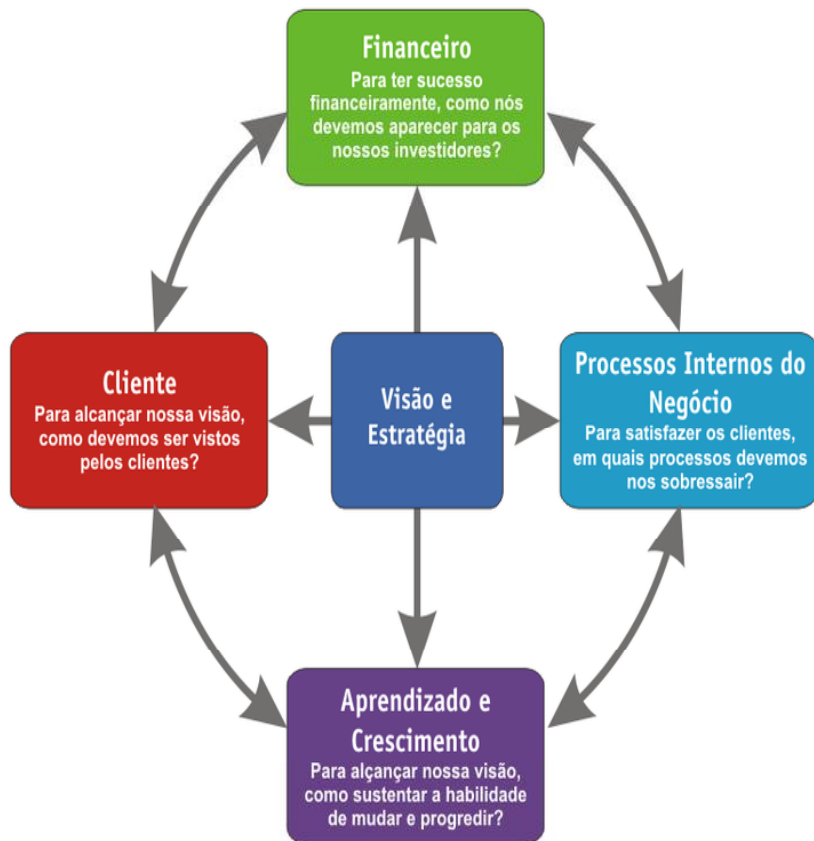
Estas empresas reconhecem que o crescimento e desenvolvimento no longo prazo estão relacionados com o desenvolvimento dos funcionários, clientes, fornecedores e melhoria da sociedade. Como consequência, o Balanço Social representa uma oportunidade para caracterizar, quantitativa e qualitativamente, a atuação social de qualquer empresa.

---

<sup>23</sup> Disponível em:

[http://www.ethos.org.br/docs/comunidade\\_academica/pdf/pev41926.pdf](http://www.ethos.org.br/docs/comunidade_academica/pdf/pev41926.pdf).

Esta oportunidade está presente dentro da empresa, através de relações de trabalho, e fora dela, através das relações estabelecidas com a sociedade e meio ambiente<sup>24</sup>.



Perspectivas do BSC

Fonte: [http://pt.wikipedia.org/wiki/Balanced\\_scorecard](http://pt.wikipedia.org/wiki/Balanced_scorecard)

O BSC cria uma dinâmica entre visão e estratégia da empresa e os atores que fazem parte de seu universo, ao seu entorno, os

<sup>24</sup> Disponível em:

[http://www.ethos.org.br/docs/comunidade\\_academica/pdf/pev41926.pdf](http://www.ethos.org.br/docs/comunidade_academica/pdf/pev41926.pdf).

*stakeholders* que compõem as redes da empresa, pensado de forma a cooperar e correlacionar-se com todos para desenvolver processos.

### 8.9 Índices de Sustentabilidade Empresarial no Mercado de Ações

O surgimento dos índices de sustentabilidade no mercado de ações teve início em 1999 na bolsa de valores de Dow Jones, com o Dow Jones Sustainability Index – DJSI, juntamente com a Sustainable Asset Management – SAM, conhecida gestora de recursos Suíça com foco em responsabilidade social, ambiental e cultural de empresas listadas na bolsa. A metodologia utilizada pelo índice consiste em:

(...) acompanhar a performance financeira de empresas líderes no campo do desenvolvimento sustentável, incluiu 318 empresas de 24 países na edição referente ao período 2004-2005. A seleção das companhias é feita a partir de um amplo questionário centrado em desempenho ambiental, social e econômico, incluindo indicadores de governança corporativa. O DJSI adota a metodologia conhecida como Best in Class, que seleciona as empresas com melhor desempenho em cada um dos setores econômicos, excluindo apenas companhias do setor de defesa com mais de 50% do faturamento oriundo da venda de armas<sup>25</sup>.

Com o surgimento do índice de sustentabilidade na bolsa de Dow Jones, em um cenário onde o debate sobre a responsabilidade socioambiental e a sustentabilidade começam a ganhar mais adeptos e envolvimento nas empresas dos mais diversos setores em diversos países, outros mercados também criam seus índices de sustentabilidade, como a bolsa de Londres em parceria com o Financial Times lançam em 2001 o índice FTSE4Good. A metodologia utilizada pelo índice FTSE4Good é composta por:

(...) quatro índices, desenvolvida pela empresa de pesquisa EIRIS e avalia o desempenho de empresas globais por meio de critérios ambientais, de direitos humanos e de engajamento tabagista<sup>26</sup>.de *stakeholders*. Exclui as indústrias bélica, nuclear e

No mesmo documento consultado consta que em 2003 foi a vez do primeiro país emergente a desenvolver um índice de sustentabilidade,

---

<sup>25</sup> Disponível em: <http://www.institutoatkwhh.org.br/compendio/?q=node/361>.

<sup>26</sup> Disponível em: <http://www.institutoatkwhh.org.br/compendio/?q=node/361>.

incorporando a perspectiva da sustentabilidade ao mercado de ações, lançando o índice SRI, na bolsa de valores de Johannesburg – JSE. Com uma metodologia inspirada e baseada no padrão do índice de sustentabilidade da bolsa de Londres, o FTSE4Good, o índice SRI da JSE

(...) não exclui setores econômicos. Em vez de excluí-las, o JSE categoriza estes setores como “alto impacto”. O rating é feito a partir de critérios sociais, econômicos, ambientais e de governança corporativa, avaliados do ponto de vista de políticas, gestão, desempenho, reporting e consulta pública. Alguns critérios são eliminatórios e, portanto, as empresas devem pontuar nestas categorias para figurar no ranking do JSE<sup>27</sup>.

Após o surgimento dos primeiros índices de sustentabilidade no mercado de ações, outros mercados seguem os passos e criam seus índices de sustentabilidade, em diversas bolsas de valores. Atualmente existem índices de sustentabilidade em 15 bolsas de valores: BM&FBovespa, BME Spanish Exchanges, Deutsche Borse AG, Indonesia Stock Exchange, Istanbul Stock Exchange, Johannesburg Stock Exchange, Korea Exchange, London Stock Exchange, Nasdaq OMX & Nasdaq OMX Nordi Exchange (US, Denmark, Finland, Sweden & Iceland), National Stock Exchange of India, NYSE Euronext, Shanghai Stock Exchange, Shenzhe Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange e Toronto Stock Exchange. Estão em planejamento de abertura mais 5 índices nas bolsa de valores de Bolsa Mexicana de Valores, Bombay Stock Exchange, Bursa Malaysia, Hong Kong Exchange & Clearing e Singapore Exchange<sup>28</sup>.

Com muitas questões semelhantes em relação a metodologia de outros índices de sustentabilidade em outros países, a BM&FBovespa foi a quarta bolsa do mundo a lançar um índice de sustentabilidade.

---

<sup>27</sup> Disponível em: <http://www.institutoatkwhh.org.br/compendio/?q=node/361>.

<sup>28</sup> Disponível em: <http://www.institutoatkwhh.org.br/compendio/?q=node/361>.



Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf>

Com o ISE, a bolsa brasileira ganha uma nova forma de abordar e discutir e tentar conciliar investimento com o tema da sustentabilidade, um debate que até então era quase inexistente e desprezado no âmbito do mercado financeiro brasileiro.

Com o surgimento do índice, surge a possibilidade de empresas engajadas e envolvidas com as questões de responsabilidade e sustentabilidade poderem se diferenciar das demais empresas do mercado.

#### 8.10 A RSE e o ISR no Mercado Financeiro

A Responsabilidade Social Empresarial – RSE se torna cada vez mais presente e participante do mercado financeiro. Ela surge primeiramente nos EUA e Europa:

Na primeira metade do século XX, cientes da importância do seu papel social, as empresas mostram-se mais comprometidas com todos à sua volta, com a comunidade.

Surgiram, então, os investidores sociais, que aplicam seus próprios recursos em projetos de interesse público, não através apenas da prática da caridade, mas por meio de ações voluntárias, planejadas e acompanhadas de perto. Tinham, e ainda têm, como objetivo melhorar a qualidade de vida dos cidadãos e fortalecer com eles laços de confiança.

Pode-se citar, como exemplos dessas ações, a criação, nos Estados Unidos e na Europa, de fundações que recebem donativos de empresários e atendem aos necessitados. Nessa categoria incluem-se as fundações Volkswagen (Alemanha), Ford e Rockefeller (EUA), Agnelli (Itália) e Nobel (Suécia), dentre outras<sup>29</sup>.

Desta forma, na década de setenta,

alguns economistas manifestaram-se sobre a responsabilidade social que cabe às empresas e sobre a legitimidade da responsabilidade social empresarial, os de maiores destaque são Milton Friedman, Paul Samuelson e Keith Davis.

O autor Milton Friedman expoente do neo-liberalismo, segundo Montana e Charnov, é contrário a qualquer ação empresarial que não seja voltada aos interesses econômicos da própria empresa, pois, caso contrário, a empresa está lesando seus acionistas; violando seu objetivo de gerar lucro, ao disponibilizar recursos da empresa, reduzindo, dessa forma, os lucros e se autotributando. Além de não haver razão para se supor que empresários conhecem as metas sociais e tenham habilidade suficiente para atingi-las.

Para Friedman a empresa está sendo socialmente responsável ao ser lucrativa já que desta forma ela é capaz de gerar empregos, pagar salários justos que colaborem para a melhora da vida de seus funcionários e pagar seus impostos em dia, contribuindo para bem-estar público.

(...) Davis, segundo a análise de Guimarães e Montana e Charnov, argumenta que a responsabilidade social da empresa deriva de seu poder social, como as decisões empresariais têm consequências sociais e como a empresa é a maior potência do mundo contemporâneo suas decisões não podem ser tomadas unicamente por fatores econômicos, tendo a empresa obrigatoriamente se guiar por fatores econômicos e sociais, assumindo a sua responsabilidade social correspondente.

---

<sup>29</sup> Disponível em:

[http://www.ethos.org.br/\\_Uniethos/documents/guia\\_rse\\_panificacao.pdf](http://www.ethos.org.br/_Uniethos/documents/guia_rse_panificacao.pdf).

(...) O Instituto Ethos, considera a empresa socialmente responsável quando esta vai “além da obrigação de respeitar as leis, pagar impostos e observar as condições adequadas de segurança e saúde para os trabalhadores”<sup>30</sup>.

O investimento socialmente responsável – ISR constitui nova forma de se investir, a qual ganha corpo entre os adeptos, desenvolvendo um movimento que se alastra para outros mercados financeiros de outros países.

É aquele que leva em conta, além dos resultados financeiros para o investidor, considerações ambientais, éticas e/ou sociais para selecionar ou dar continuidade a investimentos realizados em empresas.

Nos EUA, os SRFs (*Socially Responsible Funds*), como são chamados os fundos que utilizam princípios de responsabilidade social para definir investimentos, existem desde a década de 80 e, hoje, movimentam mais de 3 trilhões de dólares no mercado financeiro. Na década de 90, tiveram um desempenho 15% superior aos fundos “tradicionais”, de acordo com o *Dow Jones Sustainability Index*. Esses fundos também vêm desenvolvendo critérios específicos para incentivar as empresas a desenvolver temas voltados à diversidade, valorização da mulher e inclusão de portadores de deficiência, entre outros<sup>31</sup>.

O desenvolvimento de novos padrões de produção e os conceitos surgindo e ganhando força, como o da sustentabilidade, ajudaram no processo pelo do qual os mercados financeiros viriam a entrar.

Segundo BOVESPA (2005), McKinsey & Company (2000), e Greene (2003), a sustentabilidade vem sendo tratada como ponto fundamental para a sobrevivência das organizações. Há alguns anos iniciou-se uma tendência mundial dos investidores, de procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Estas aplicações são denominadas “investimentos

---

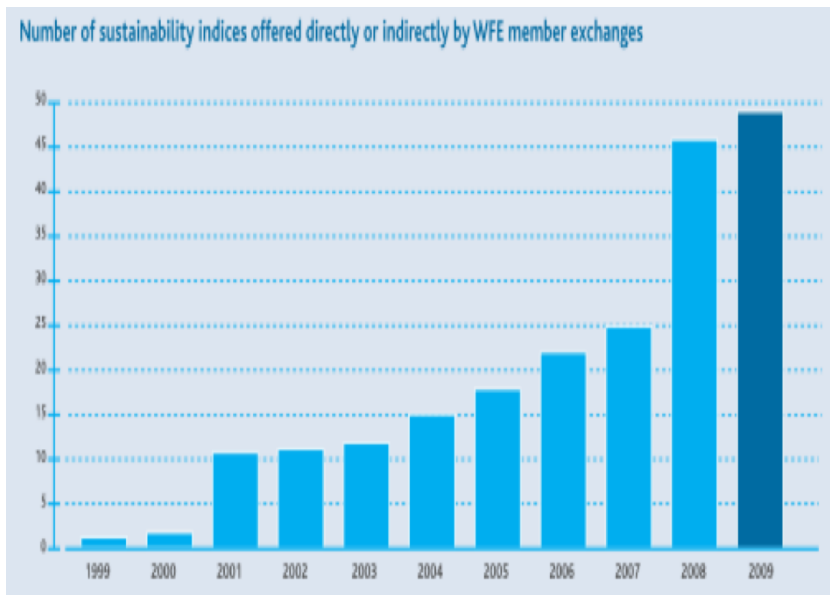
<sup>30</sup> Disponível em:

[http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDEQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.ethos.org.br%2Fdocs%2Fcomunicacao\\_academica%2Fpremio\\_ethos\\_valor%2Ftrabalhos%2F339\\_filipe\\_e\\_joao\\_ricardo.doc&ei=Ns5\\_T5\\_vM8GJgweF-pHABw&usq=AFQjCNG0tBkO8NMOOnNOa8IUJ4vQQYoYtKA](http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDEQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.ethos.org.br%2Fdocs%2Fcomunicacao_academica%2Fpremio_ethos_valor%2Ftrabalhos%2F339_filipe_e_joao_ricardo.doc&ei=Ns5_T5_vM8GJgweF-pHABw&usq=AFQjCNG0tBkO8NMOOnNOa8IUJ4vQQYoYtKA)

<sup>31</sup> Disponível em:

[http://www.ethos.org.br/\\_Uniethos/Documents/fundos\\_pensao.pdf](http://www.ethos.org.br/_Uniethos/Documents/fundos_pensao.pdf).

socialmente responsáveis” (SRI), pois, se considera que as empresas sustentáveis geram valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar os riscos econômicos, sociais e ambientais. Essa demanda é hoje amplamente atendida por vários instrumentos financeiros no mercado internacional (DIAS e BARROS, 2008, p.6 e 7).



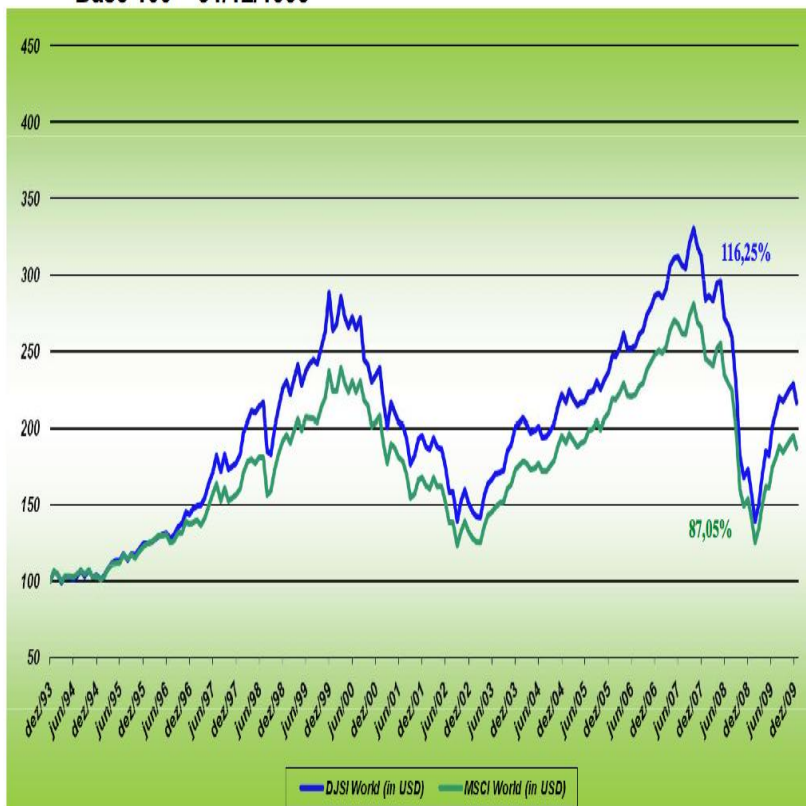
Fonte: Relatório ISE 2010

A maioria das recentes iniciativas tem surgido nos países em desenvolvimento.



# DJSI WORLD x MSCI WORLD

Base 100 = 31/12/1993



Fonte: Relatório ISE 2010

O aumento dos investimentos em índices de sustentabilidade tiveram grande crescimento nos últimos anos, mesmo em um cenário de forte crise que atingiu os mercados financeiros. Este grande aumento de investimentos direcionados aos índices sustentáveis remete ao que Grun (2005) analisa que “é preciso salvar o capitalismo dos capitalistas continua válida nos nossos tempos pós-modernos”, e que estes indivíduos que terão de salvar o sistema capitalista,

(...) os salva-vidas talvez tenham de ser recrutados em outras esferas de atividade que não o business, sob pena de estarem

demasiadamente comprometidos com os interesses imediatos de algum grupo empresarial particular, em detrimento da estabilidade sistêmica. Não é assim por acaso que a tarefa de assegurá-la em condições de crise ou de preparar um nível mais elevado de atividade econômica é realizada normalmente por governos e indivíduos fora dos círculos internos e, mesmo conjunturalmente, em posição de antagonismo com os mercados (GRUN, 2005, p.75).

Desta forma, os índices ganham força como também a RSE, a qual, no conjunto de atribuições da governança corporativa, passando de voluntária á uma obrigatoriedade a implantação da RSE nas empresas brasileiras.

Inicialmente, a responsabilidade social das empresas é um conjunto de iniciativas justificadas nelas mesmas e estritamente voluntárias. Mais recentemente, a “responsabilidade social” tornou-se ao mesmo tempo muito mais visível do que no período anterior e foi incorporada ao esqueleto da governança corporativa praticamente como uma obrigação das empresas (Carvalho, 2004a; 2004b) (GRUN, 2005, p.76).

Boltanski e Chiapello (1999) (BOLTANSKI, L. & CHIAPELLO, E. (1999), *Le nouvel esprit du capitalisme*. Paris, Gallimard) chamaram de “recuperação da crítica artista na época do terceiro espírito do capitalismo”. A chamada “crítica artista” é aquela que aponta a “falta de alma” do sistema, a sua insensibilidade para temas que interferem na vida dos indivíduos, mas não nos lucros das empresas. A neutralização desse gênero de ataque, que vêm se mostrando, nos últimos anos, mais corrosivo do que a tradicional contestação operária, aponta uma característica das mais interessantes da governança corporativa brasileira e da complexidade do capitalismo contemporâneo em geral (GRUN, 2005, p.77).

Por outro lado, apontamos a possível inflexão cognitiva associada à idéia de responsabilidade social. Creio que essa idéia é particularmente forte no Brasil. Numa primeira reação podemos achar que estamos diante de meras operações de relações públicas, condenadas a um rápido esquecimento. Mas parece que a lógica social empurra-nos para um desfecho diferente. Assim, dadas as conhecidas carências do nosso cordão de segurança social e a imagem negativa que os

governos ganharam como possíveis solucionadores desse problema, a entrada sistemática das empresas no setor tende a ser muito bem recebida e estimulada, obrigando os atores a manter e mesmo aprofundar seus engajamentos e, talvez, fazendo-os introjetar a responsabilidade social como uma regra cívica durável (GRUN, 2005, p.81).

Como organizações fazem parte da estrutura social, estas devem prestar contas à sociedade. A responsabilidade social das empresas como acima descrito, criou uma esfera de obrigações no âmbito corporativo e financeiro, pois atualmente as empresas são cada vez mais vistas como protagonistas fundamentais no desenvolvimento social das sociedades e devem agir com responsabilidade sobre esta. Desta forma, a sustentabilidade aparece como novas idéias necessárias para as empresas seguirem e terem como modelo de política estratégica e de desenvolvimento.

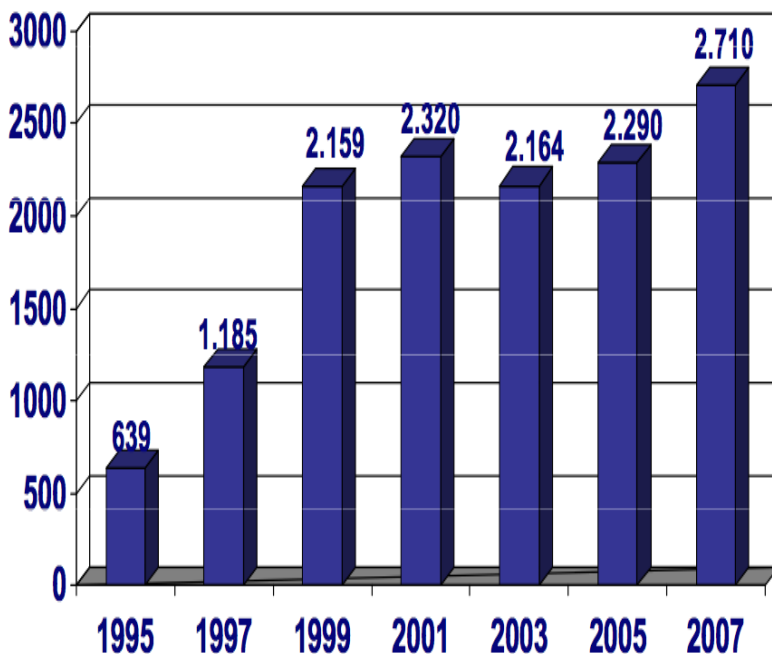
Em construção no momento, essa idéia que faz parte do conjunto de preocupações da responsabilidade social empresarial, um novo módulo referente aos impactos que os produtos fabricados ou comercializados pelas empresas geram na sociedade ou no meio ambiente. Além dos problemas sociais e ecológicos considerados intrinsecamente, o novo desdobramento se justifica na lógica de que uma empresa que comercializa produtos potencialmente perigosos poderá ter seu futuro em jogo quando (e se) a sociedade tornar-se consciente dos perigos. Isso porque a consciência terminaria por inviabilizar a empresa, seja legalmente, seja afastando seus clientes, e pulverizar, ou simplesmente diminuir o valor de suas ações no mercado. Assim, o “índice de sustentabilidade” deve funcionar como uma métrica que antecipa esses riscos, e os “precifica”. Dessa forma, estão se criando critérios para ponderar, por exemplo, a ação social produzida por uma empresa fabricante de cigarros, produto potencialmente nocivo à saúde dos consumidores e à saúde pública em geral, ou, analogamente, critérios para avaliar os benefícios e danos causados por uma empresa de celulose empenhada em ações de responsabilidade social, mas cujo parque florestal possa causar danos à biodiversidade (GRUN, 2005, p.77).

Segundo o mesmo autor, cria-se uma situação onde duas lógicas de matrizes distintas se chocam: a sustentabilidade e a precificação, e

onde somente a evolução do processo poderá mostrar os limites ou possibilidades deste mecanismo do mercado. Nos seus próprios termos,

(...) produtos e processos que causam danos à sociedade ou ao meio ambiente deveriam simplesmente ser descontinuados e assim as empresas que os fabricam deveriam estar de fora da notação do “índice de sustentabilidade. Entretanto, a “precificação” pode ser considerada a essência mesma da maneira “neoliberal” de dar conta dos problemas causados pelas empresas. Nesse ponto, os habitus originais se chocam e a evolução da composição entre as partes mostrará os mecanismos e os limites da aproximação entre atores conformados, originalmente, segundo lógicas bem diferentes (GRUN, 2005, p.82).

**US\$ BILHÕES**

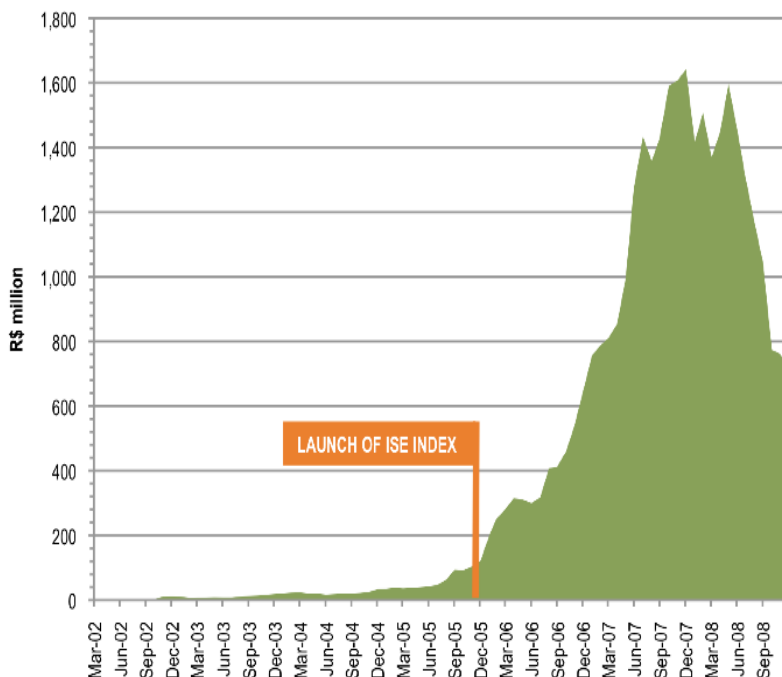


Fonte: Bovespa

Segundo a Bovespa (2005), há alguns anos iniciou-se uma tendência por parte dos investidores de procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Estes investimentos são aplicações denominadas socialmente responsáveis, e os investidores consideram que, as empresas sustentáveis estão mais aptas a enfrentar os riscos econômicos, sociais e ambientais impostos pelo cenário da competição global. Internacionalmente vários instrumentos do mercado atendem estas demandas e, há um fortalecimento e crescimento contínuo destas ferramentas de avaliação empresarial (DIAS e BARROS, 2008, p.7).

O número crescente de recursos alocados por investidores preocupados com a atuação das empresas e suas políticas de responsabilidade e práticas sustentáveis, cria um processo que ganha força a cada novo ano, sendo irreversível.

Ativos em fundo de investimento socialmente responsável no Brasil (milhões de R\$)



Fonte: CVM - Investimento Sustentável no Brasil 2009 (IFC, 2009)

Com o ISE ganhando notoriedade no âmbito dos mercados, é visível o grande salto numérico que os ativos em fundos de investimento socialmente responsável atinge no país. Criando uma base que se expande rapidamente, ano após ano, até atingir seu pico no ano de 2008, pouco antes da crise econômica impactar os mercados financeiros no mundo inteiro.

### 8.11 A BM&FBovespa e o Global Reporting Initiative

A Global Reporting Initiative – GRI é uma organização não governamental com sede em Amsterdã, Holanda, que desenvolve relatórios de sustentabilidade para empresas. “Esta estrutura, incluindo as Diretrizes para a Elaboração de Relatórios, estabelece os princípios e indicadores que as organizações podem usar para medir e comunicar seu desempenho econômico, ambiental e social”<sup>32</sup>.

Aprofundar as discussões sobre os impactos da gestão de sustentabilidade e do investimento social na rotina das empresas é o objetivo e o desafio do programa Em Boa Companhia<sup>33</sup>, desenvolvido pela BM&FBovespa lançado em 2010 para abrigar as práticas de sustentabilidade da bolsa e do mercado de ações, aproximando as empresas das melhores práticas socioambientais e de governança. O programa foi responsável pelo desenvolvimento do guia de sustentabilidade chamado Novo Valor<sup>34</sup>:

A publicação “Novo Valor: Sustentabilidade nas Empresas. Como Começar, Quem Envolver e o Que Priorizar” é uma espécie de guia de sustentabilidade sob o ponto de vista do mercado de capitais, com prefácio de James Gifford, diretor executivo do PRI (Princípios para o Investimento Responsável, na sigla em inglês). O conteúdo técnico foi elaborado com o apoio da FBDS, a Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável (FBDS).

O livro apresenta uma linha do tempo da evolução do conceito de desenvolvimento da sustentabilidade no meio empresarial, a partir de 1950, e sugere “13 passos rumos à sustentabilidade”. “O objetivo não é estabelecer regras ou

---

<sup>32</sup> Disponível em:

<https://www.globalreporting.org/languages/Portuguesebrazil/Pages/default.aspx>.

<sup>33</sup> [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_em-boa-companhia.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_em-boa-companhia.asp).

<sup>34</sup> <http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/index.asp>.

fórmulas prontas, mas servir como um ponto de partida para que cada empresa encontre suas próprias soluções, levando em conta as características que a fazem única”, explica Sonia Favaretto, diretora de sustentabilidade da BM&FBovespa<sup>35</sup>.

Registra-se, que a BM&FBovespa recomenda a adoção do relatório de sustentabilidade e sua publicação como um dos documentos regulares das empresas. Inclusive, para orientar firmas que ainda não estão familiarizadas com o tema, organizou workshops de capacitação em parceria com a Global Reporting Initiative (GRI). O entendimento divulgado é de que os relatórios de sustentabilidade tem que oferecer um quadro amplo da atuação, “para além da fronteira econômico-financeira” das empresas. Tratar-se-ia de uma “radiografia com descrição das atividades, estrutura de governança, controles e políticas de gestão de risco e remuneração, entre outros tópicos”. Nessa perspectiva, a representação é que “o lucro, os aspectos sociais e o meio ambiente passam a ser igualmente importantes na prestação de contas do desempenho da companhia”. A idéia é que nesse formato “ao aferir essas três áreas, a empresa passa a contabilizar a totalidade da produção, dos custos e dos impactos, positivos e negativos, de suas operações”. No mesmo documento, se conclui que com esse perfil de ação,

A BM&FBovespa, em 2010, tornou-se a segunda Bolsa do mundo e a primeira das Américas a adotar o modelo GRI em seu relatório anual.(...) A BM&FBovespa optou por uma recomendação, que pressupõe uma adesão voluntária das empresas. Já outras instituições foram pelo caminho da obrigatoriedade. A Bolsa de Johannesburgo, por exemplo, passou a exigir, em 2010, que todas as empresas listadas em seus pregões publiquem um relatório integrado (com informações de sustentabilidade e econômico-financeiras em um só documento, veja abaixo). Na Dinamarca, Suécia e China, os relatórios de sustentabilidade ou similares são obrigatórios para as empresas estatais. Na França essa exigência existe para todas as empresas. O resultado dessas iniciativas voluntárias e obrigatórias é que o número de empresas com esse tipo de relato vem subindo anualmente no mundo, o que é bom para a sociedade como um todo. O padrão de relatório mais amplamente adotado é o da GRI. Segundo a entidade, existem 7880 relatórios produzidos a partir de suas diretrizes (janeiro de 2012). Conheça

---

<sup>35</sup> Disponível em:

[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_sustentabilidade.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_sustentabilidade.asp).

os destacados pela instituição<sup>36</sup>.

Segundo a GRI a adesão cresce continuamente pois os relatórios têm se mostrado uma ferramenta eficiente para:

Aumentar a compreensão sobre riscos e oportunidades que a empresa enfrenta.

Melhorar a reputação e a fidelidade à marca.

Ampliar a compreensão dos *stakeholders* (conjunto de pessoas e entidades sob a esfera de atuação da empresa) sobre os potenciais impactos dos tópicos da sustentabilidade no desempenho da companhia.

Enfatizar a relação entre o desempenho financeiro e o não financeiro das organizações.

Inserir o tema da sustentabilidade nas estratégias, políticas, gestão de longo prazo e planos de negócios da empresa.

Servir como padrão de avaliação e de referência (“benchmarking”) com respeito à conformidade às leis, normas, códigos, padrões de desempenho e iniciativas voluntárias no âmbito da sustentabilidade.

Demonstrar como a organização influencia e é influenciada pelas expectativas relativas ao desenvolvimento sustentável.

Comparar a evolução dos indicadores da sustentabilidade no plano interno e externo, frente a outras organizações.

Estar conforme aos regulamentos.

E assim:

Algumas empresas vêm optando por integrar os informes de sustentabilidade e financeiro. Segundo a GRI, essa forma de relato conjunto deve reunir informações sobre estratégia, governança, desempenho e perspectivas de uma empresa, de maneira que reflitam o contexto comercial, político, social e ambiental em que operam. Como resultado, o relatório integrado tem o potencial de fornecer um informativo claro e conciso de como a empresa cria valor hoje e continuará a gerá-lo no future<sup>37</sup>.]

---

<sup>36</sup> Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/no-mundo/2012/Bolsa-adota-iniciativa-de-Relate-ou-Explique-para-relatorios-de-sustentabilidade-20120206.asp?noticiaID=88&canalID=2&Titulo=Bolsa%20adota%20iniciativa%20de%20Relate%20ou%20Explique>.

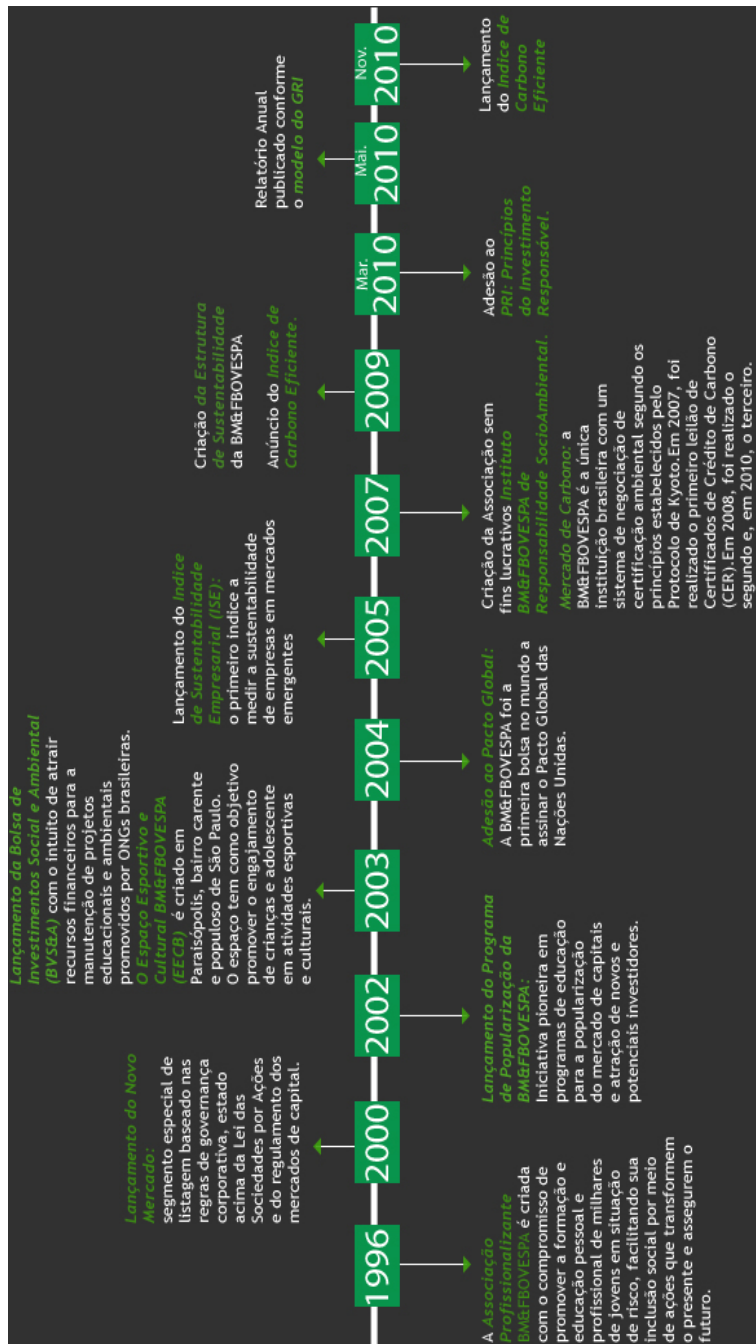
<sup>37</sup> Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/no-mundo/2012/Bolsa-adota-iniciativa-de-Relate-ou-Explique-para-relatorios-de>



## Linha do tempo com os principais fatos de Sustentabilidade na Bolsa

---

sustentabilidade-  
20120206.asp?noticiaID=88&canalID=2&Titulo=Bolsa%20adota%20iniciativa  
%20de%20Relate%20ou%20Explique.



Fonte: <http://www.bmbfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/gestao.asp>

A bolsa brasileira, influenciada por movimentos internacionais em direção de políticas de responsabilidade sócio-ambiental e de práticas de sustentabilidade vem implantando e aderindo a diversas regras, pactos, programas, políticas e etc. para direcionar as empresas de capital aberto na bolsa a se atualizarem e aderirem a este movimento que cada vez mais cerca as empresas e suas relações.

## 8.12 O Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE

Com mudanças nos mercados financeiros mundiais e tendências sócio-ambientais ganhando força no mundo corporativo e financeiro, os investidores iniciaram uma corrida por empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e também rentáveis, pontos que começaram a fazer parte da análise fundamental de muitos investidores que procuravam empresas para aplicar seu capital.

As empresas que detinham estas características necessitavam de maior destaque em meio a um vasto mercado de ações. Estes investidores começaram a valorizar as relações que as empresas desenvolviam com seu entorno, como com a cadeia de clientes e fornecedores, seus *stakeholders*, e políticas de responsabilidade sócio-ambiental e práticas sustentáveis, como também a questão da ética, que deve ser abordada de forma clara com o mercado e seus clientes.

De acordo com Finch (2005, p.1), o principal objetivo dos índices de sustentabilidade é o de criar uma referência para se medir o desempenho financeiro das empresas neles listadas, pois, muitos investidores estão buscando aplicar seus recursos em empresas, éticas e socialmente responsáveis. O autor descreve que, estes índices são desenhados de forma a criar um benchmark, permitindo assim, aos investidores, identificar as empresas listadas que aplicam práticas sustentáveis nos negócios. Estas empresas estão listadas, não somente por apresentarem bons proventos financeiros, mas também, por apresentarem resultados acerca de outras dimensões de sustentabilidade (DIAS e BARROS, 2008, p.7).

Estes investidores que procuravam empresas com maior comprometimento com as questões sócio-ambientais foram denominados como investidores socialmente responsáveis – ISR, estes que então “consideram que empresas sustentáveis geram valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais. Essa demanda veio se

fortalecendo ao longo do tempo e hoje é amplamente atendida por vários instrumentos financeiros no mercado”<sup>38</sup>.

A criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE se deu com a participação de diversas instituições de renome e entidades de setores sócio-ambientais, econômicos e financeiros constituindo o conselho do ISE como ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar); ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento); APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais); BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo); IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa); IFC (International Finance Corporation); Instituto ETHOS de Empresas e Responsabilidade Social e Ministério do Meio Ambiente em conjunto com a BM&FBovespa com a missão de “induzir as empresas a adotarem as melhores praticas de sustentabilidade empresarial e apoiar os investidores na tomada de decisão de investimentos socialmente responsáveis” (Seminário – ISE – Análise e Perspectivas).

As organizações que participaram da constituição do ISE, formaram o Conselho Deliberativo presidido pela BM&FBovespa, sendo o órgão responsável pelo funcionamento e desenvolvimento do ISE.

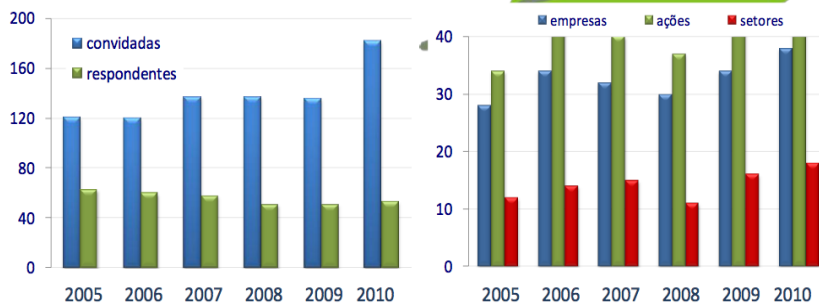
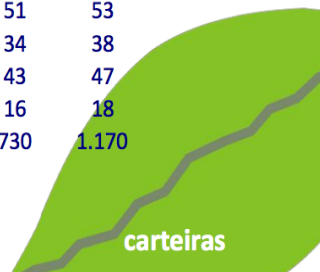
O ISE foi criado em 2005, e desde sua criação vem ganhando destaque entre os demais índices listados na bolsa por sua rentabilidade. O ISE é formado por uma carteira de ações de empresas reconhecidas pelo mercado comprometidas com práticas de responsabilidade social e ambiental e de sustentabilidade, pois estas, passam por um processo de legitimação através de uma “certificação” desenvolvida por uma equipe que administra o ISE, o GVces – Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo - EAESP, desenvolvendo a participação em reuniões e palestras com empresas envolvidas com o índice para criar melhorias como também com empresas que tenham interesse futuro de participar do índice. Desta forma, a legitimação de empresa sustentável cria bonificações perante o mercado, atribuindo-lhe o reconhecimento que promovem uma disseminação destas “boas práticas” para as demais empresas do mercado brasileiro, norteando um caminho para que outras também façam parte do ISE.

---

<sup>38</sup> Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&idioma=pt-br>.

<b>CARTEIRAS</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
convidadas	121	120	137	137	136	182
respondentes	63	60	58	51	51	53
empresas	28	34	32	30	34	38
ações	34	43	40	37	43	47
setores	12	14	15	11	16	18
CB (R\$ bi)	380	776	1023	374	730	1.170



Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf>

A carteira que constitui o ISE vem se diversificando a cada ano, pois no ano de 2005 esta era representada apenas por 12 setores, passando para 14 no ano de 2006, e no ano de 2010 eram 18 setores envolvidos com o índice. Demonstrando que o processo de entrada de novas empresas é lento mas constante, como o crescimento do número de empresas participantes do índice. Em 2005 eram 28 empresas participantes e no ano de 2010 eram 38. A rejeição ainda tem níveis altos por parte de muitas empresas convidadas a participarem do ISE. Pois a criação de práticas sustentáveis e de responsabilidade sócio-ambiental demanda mudanças que muitas empresas ainda não estão dispostas e/ou aptas a desenvolver. Este é o grande desafio do ISE, tentar modificar esta cultura de que as empresas ainda não precisam se atualizar e mudar sua forma de atuação, em seus processos. Pois o

quanto antes forem feitas mudanças, mais a empresa e seus investidores teram ganhos e resultados com estas mudanças.

### 8.13 A Constituição do ISE

Como foi recém descrito, o ISE é um índice que é constituído por empresas identificadas como socialmente e ambientalmente responsáveis e sustentáveis. Desta forma, para identificar o perfil de empresas com este diferencial, uma vez ao ano, empresas entre as duzentas com maior liquidez listadas na bolsa brasileira, são convidadas a participar do processo de seleção. É desenvolvida uma pesquisa, onde as empresas listadas na bolsa que tenham interesse em participar deste índice, são selecionadas para responder os questionários formulados para o processo de seleção, para identificar o nível de envolvimento da empresas com questões de responsabilidade e sustentabilidade e como os processos são desenvolvidos internamente pelas empresas. Desta forma, as empresas são analisadas pelo conselho diretor do índice, responsável em fazer a seleção das companhias que participaram do ISE.

Foi feita uma pesquisa por via de questionários que reuniram informações detalhadas das ações das companhias divididas em seis dimensões. Abaixo segue as definições das dimensões que são avaliadas em cada companhia a partir da pesquisa de DIAS e BARROS, 2008:

#### I) Dimensão Geral

A dimensão geral engloba os compromissos fundamentais e voluntários da companhia em relação à sustentabilidade, e a sua ampla divulgação. Nesta dimensão são medidos critérios relacionados à transparência e a forma de reportar ações de sustentabilidade, por meio do balanço social e relatório anual; são incluídos critérios de consistência das diretrizes, cujo objetivo é confrontar as ações práticas, com a estratégia corporativa; e também, critérios de utilização de informações pertinentes aos clientes.

#### II) Dimensão Natureza do Produto ou Serviço

Nesta dimensão são medidos os impactos e riscos que o consumo e utilização dos produtos fabricados pela empresa podem causar aos indivíduos e à sociedade. Há, também, critérios que avaliam o quanto a empresa está exposta a sanções judiciais ou administrativas.

### III) Dimensão Governança Corporativa

Na dimensão governança corporativa são avaliados diversos fatores pertinentes ao assunto, como, temas relacionados aos critérios de propriedade, proteção dos minoritários, transparência na divulgação de informações; critérios relacionados ao conselho de administração, sua estrutura, atividades e remuneração; critérios de qualidade na gestão, forma de contratação de diretores executivos; e, critérios de condução e tratamento dos conflitos de interesse.

### IV) Dimensão Econômico-Financeira

Nesta dimensão, o questionário avalia os processos de planejamento estratégico, a gestão dos ativos intangíveis e qualifica a empresa em relação aos riscos diversos. Há, também nesta dimensão, os critérios relacionados ao desempenho financeiro e lucratividade e os critérios de cumprimento das normas legais de apresentação dos resultados.

### V) Dimensão Ambiental

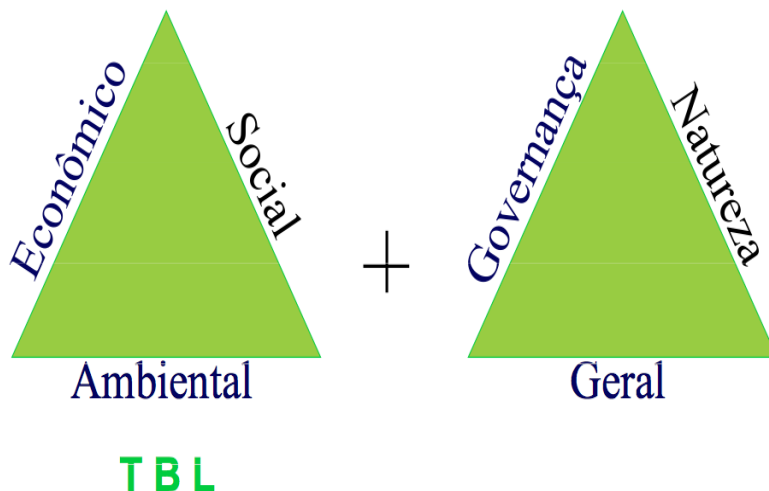
Na dimensão ambiental, verifica-se a existência de política corporativa ambiental; analisam-se critérios de responsabilidade sócioambiental, bem como, gerenciamento e monitoramento das políticas socioambientais. Há critérios que também avaliam o posicionamento da empresa, no tocante ao consumo de recursos e emissão de resíduos e, finalmente, critérios relacionados ao cumprimento legal dos quesitos ambientais. Nesta dimensão existe uma variação do questionário para instituições financeiras. Esta diferenciação ocorre devido às características peculiares deste tipo de empresa.

### VI) Dimensão Social

Na Dimensão Social, são avaliados critérios relacionados às relações de trabalho e formas de discriminação (raça, cor, gênero, orientação sexual); critérios de conduta empresarial, ética e, relações com o público interno (empregados) e externo (comunidade). Há critérios que formalizam as relações com os fornecedores e parâmetros para medir o quanto a empresa influencia e exige os mesmos padrões éticos em sua cadeia de suprimentos, por meio de avaliação sistemática de seus fornecedores; existem nesta dimensão, também indicadores de avaliação das demandas e satisfação

dos clientes, bem como, indicadores de desempenho e cumprimento legal na esfera social (clientes, consumidores e fornecedores).

### ISE – Estrutura de Avaliação do Questionário



Desta forma, as empresas interessadas em participar do ISE são avaliadas em diversas dimensões para então serem incluídas. As empresas que já participam do índice devem desenvolver o mesmo questionário como também participar das avaliações, podendo ser retiradas do índice se não continuarem cumprindo as normas requeridas por este.

Abaixo segue o histórico de constituição das carteiras teóricas (conglomerado de ações que formam uma carteira sendo esta calculada para se obter a rentabilidade, positiva ou negativa deste conjunto de ações) do ISE dos anos de 2005 á 2010<sup>39</sup>:

<sup>39</sup> Disponível em: <http://gvces.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=63>



#### Carteira Teórica 2005/2006

Belgo Mineira, Bradesco, Banco do Brasil, Braskem, CCR Rodovias, Celesc, Cemig, Cesp, Copel, Copesul, CPFL Energia, DASA, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Gol, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Itausa, Natura, Perdigão, Suzano Papel, Tractebel, Unibanco, Belgo Mineira, Bradesco, Banco do Brasil, Braskem, CCR Rodovias, Celesc, Cemig, Cesp, Copel, Copesul, CPFL Energia, DASA, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Gol, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Itausa, Natura, Perdigão, Suzano Papel, Tractebel, Unibanco, VCP, WEG.

#### Carteira Teórica 2006/2007

Acesita, All América Latina, Aracruz, Arcelor BR, Bradesco, Banco do Brasil, Braskem, CCR Rodovias, Celesc, Cemig, Coelce, Copel, CPFL Energia, Dasa, Eletropaulo, Embraer, Enervias BR, Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Gol, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Itausa, Localiza, Natura, Perdigão, Petrobrás, Suzano Papel, Suzano PETR, TAM, Tractebel, Ultrapar, Unibanco, VCP.

#### Carteira Teórica 2007/2008

AES Tietê, Acesita, Aracruz, Bradesco, Banco do Brasil, Braskem, CCR Rodovias, Cemig, Cesp, Coelce, Copel, CPFL Energia, DASA, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Energias do Brasil (EDP), Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Light, Natura, Perdigão, Petrobrás, Sabesp, Sadia, Suzano Papel, Suzano Petroquímica, Tractebel, VCP, WEG.

#### Carteira Teórica 2008/2009

AES Tiete; Banco do Brasil; Bradesco; Braskem; Celesc; Cemig; Cesp; Coelce; CPFL Energia; DASA; Duratex; Eletrobrás; Eletropaulo; Embraer; Energias do Brasil (EDP); Gerdau, Metalúrgica Gerdau; Itaubanco; Light; Natura; Odontoprev; Perdigão; Sabesp; Sadia; Suzano Papel; Telemar; TIM Participações Tractebel; Unibanco; VCP.

#### Carteira Teórica 2009/2010

AES Tietê, Bradesco, Banco do Brasil, Braskem, BRF Foods, Cemig, Cesp, Coelce, Copel, CPFL Energia, Dasa, Duratex, Eletrobras,

Eletropaulo, Embraer, Energias BR, Even, Fibria, Gerdau, Gerdau Met, Inds Romi, Itau S/A, Itau Unibanco, Light S/A, Natura, Redecard, Sabesp, Sul América, Suzano Papel, Telemar, Tim Part S/A, Tractebel, Usiminas, Vivo.

### Histórico Carteira ISE

		2005/6	2006/7	2007/8	2008/9	2009/10
Empresas		28	34	32	30	34
Ações		33	43	40	38	43
Setores		12	14	13	12	16
Valor de Mercado (R\$ bilhão)		504,2	700,7	927,0	374,2	735,2
Part. % (Cap. Total)		34,9%	48,5%	39,6%	26,4%	32,4%
Carteira Anterior	Class.	-	29	35	34	26
	Não Class.	-	4	8	6	2
Novas Empresas		-	10	7	6	8
Fechamento Capital		-	1	2	-	2

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf>

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf>

Diferentemente da maioria dos índices existentes no mercado brasileiro, a constituição do ISE não tem como parâmetro principal a liquidez das ações para delimitar a constituição do índice, mas apenas as empresas que estão entre as duzentas mais líquidas da bolsa brasileira poderão participar do processo de seleção. Como já comentado anteriormente na pesquisa, a liquidez é fundamental para que um ativo

como um índice seja atrativo para os investidores. Assim, a liquidez é uma prerrogativa em qualquer relação que exista no mercado de capitais.

A maior parte dos índices no mercado, como o Ibovespa, tem a liquidez das ações como parâmetro para constituição da carteira, perante o movimento de compra e venda de ações no mercado pelos investidores.

A constituição dos índices é muito influenciada pelas recomendações de instituições, bancos, corretoras que influenciam a tomada de decisão dos investidores.

#### 8.14 O ISE e os Fundos de Pensão

Historicamente a poupança, meio de aplicação criada por Dom Pedro II é o meio mais utilizado pela grande maioria dos brasileiros para investir seu capital a procura de uma rentabilidade com baixo risco e de grande liquidez. Mais de 100 milhões de contas existem na poupança nacional, resultando em um montante de aproximadamente 400 bilhões de reais<sup>40</sup>.

Os dados demonstram o grande montante gerado com as aplicações de recursos no sistema econômico nacional pelos cotistas criando grandes meios para alavancar a economia do país.

Os fundos de pensão também são um meio de investimento, mas caracterizado como fundo específico onde somente funcionários que trabalham em determinada empresa, pública ou privada, podem fazer parte, portanto é fechado para aplicações externas. Estes fundos operaram investindo o percentual de capital recolhido dos trabalhadores pago pela empresa e criando um portfólio diversificado de investimentos, diminuindo o risco, e buscando investimentos com perspectiva de longo prazo.

As entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) são organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e são acessíveis, exclusivamente, aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores ou aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores. As entidades de previdência fechada devem seguir as diretrizes estabelecidas pelo

---

<sup>40</sup> <http://www.caixa.gov.br/Voce/poupanca/historia.asp>.

Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução 3.121, de 25 de setembro de 2003, no que tange à aplicação dos recursos dos planos de benefícios. Também são regidas pela Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001<sup>41</sup>.

É notado que por os fundos de pensão terem a característica de investimentos de longo prazo, estes estão preocupados com rendimentos que possam gerar resultados constantes e a longo prazo, desta forma, os fundos de pensão, em muitos casos, tem uma administração envolvida e interessada em projetos de investimentos que tem os princípios e são compostos por regras e práticas bem definidas, que seguem o ISR e RSE. O maior fundo de pensão do país, PREVI dos funcionários do Banco do Brasil, também é reconhecido como o mais dinâmico e engajado nesta cultura de práticas responsáveis e sustentáveis quanto a escolha dos ativos que constituíram o portfólio de investimentos do fundo.

Uma breve análise a ser feita sobre as práticas de responsabilidade do Banco do Brasil é refletida na constituição da carteira do ISE, onde o banco aparece desde o início do índice, no ano de 2005, até o ano de 2010. Esta cultura engloba o fundo PREVI, havendo no fundo diversas diretrizes e indicadores de responsabilidade e sustentabilidade que delimitam e direcionam os investimentos feitos pelo fundo.

Adiante, a pesquisa tratá mais informações e dados sobre o fundo PREVI, este que tem cada vez mais relevância e importância no mercado financeiro nacional e internacional pelas suas práticas de ISR.

### 8.15 Crises Financeiras no Sistema Capitalista

O capitalismo é implacável, com seu modelo e mecanismos pragmáticos de oferta e procura, desenvolveram padrões de mercado estruturados sobre a lógica do capital-lucro, sendo este lucro maior sobre as mercadorias com maior procura. Uma lógica clássica que Adam Smith em seu estudo sobre “A riqueza das nações” desenvolve: sobre como e onde esta tão procurada riqueza surge, de forma que o lucro é o fim de todo um grande processo.

Mas o modelo capitalista e seus mecanismos para a obtenção do lucro máximo criam constantemente crises cíclicas dentro deste modelo,

---

<sup>41</sup> <http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/efpp.asp>

que acarretam em grandes prejuízos e sérios riscos econômicos e sociais para todo o sistema.

Assim, as crises são narrativas constantes na história do sistema capitalista, pois são desenvolvidas em um sistema complexo e movido pelo capital financeiro, a procura sempre por maiores lucros produzindo mais desigualdade e exploração. No cenário desse sistema econômico-financeiro afetado por constantes conturbações e choques, onde cada vez mais as crises se manifestam com proporções maiores e mais generalizadas, o capital especulativo, investidor, esteve presente em toda sua história,

Abaixo segue as principais crises financeiras e socorro estatal a empresas privadas de 1973 – 2009 segundo HARVEY, 2011 (p. 225 - 226):

1973 – 1975 Colapso dos mercados imobiliários nos EUA e na Inglaterra; crises fiscais dos governos federal, estatal e local nos EUA; aumento do preço do petróleo; e recessão.

1979 – 1982 Alta da inflação e o choque de Volcker na taxa de juros levam à recessão Reagan, com um índice de desemprego acima de 10% nos EUA e conseqüentemente em outros países.

1982 – 1990 Crise da dívida dos países em desenvolvimento (México, Brasil, Chile, Argentina, Polônia etc.) causada pelo choque de Volcker na elevação da taxa de juros. Banqueiros de investimento nos EUA são socorridos por ajudas a países em dívida organizadas pelo Tesouro estadunidense e um FMI revitalizado (livre dos keynesianos e armado com programas de “ajuste estrutural”).

1984 O banco Continental Illinois é socorrido pelo Fed, pelo Tesouro e pela agencia de controle de investimentos bancários dos EUA.

1984 – 1992 Falências de instituições de poupança e empréstimos estadunidenses que investiam no mercado imobiliário. Fechamento e socorro do governo a 3260 instituições financeiras. Recessão no mercado de propriedades na Inglaterra apos 198

1987 Furacão nos mercados financeiros, em outubro, que leva a injeções de liquidez em massa pelo Fed e o Banco da Inglaterra.

1990 – 1992 Crises nos bancos nórdicos e japoneses em conseqüência das dinâmicas do mercado imobiliário. Ajuda financeira ao City Bank e ao Bank of New England, nos EUA.

1994 – 1995 Socorro ao peso mexicano para proteger os investidores estadunidenses com participações na dívida de alto risco do México. Perdas maciças em derivativos que culminaram na falência do condado

de Orange e perdas severas em outros governos municipais com investimentos de alto risco semelhantes.

1997 – 1998 Crise da moeda na Ásia (em parte causada pelo mercado imobiliário). A falta de liquidez leva a falência em massa e aumento de desemprego, criando oportunidades para instituições predatórias fazerem lucros rápidos após intervenções punitivas do FMI (Coreia do Sul, Tailândia etc.)

1998 – 2001 Crise da fuga de capital da Rússia (que vai à falência em 1998), no Brasil (1999), culminando na crise da dívida argentina (2000 – 2002), a desvalorização do peso, seguida de desemprego em massa e revoltas sociais.

2001 – 2002 Colapso da bolha ponto.com e dos mercados financeiros; falência da Enron e da WorldCom. O Fed corta a taxa de juros para equilibrar o mercado de valores e futuros (a bolha do mercado imobiliário começa).

2007 – 2010 Crises ligadas ao mercado imobiliário nos EUA, Inglaterra, Irlanda e Espanha, seguidas por fusões forçadas, falências e nacionalizações de instituições financeiras. Socorros estatais em todo o mundo a instituições que investiram em derivativos, fundos de cobertura etc., seguidos de recessão, desemprego e colapso no comércio internacional. Além de variados pacotes de estímulos no estilo keynesiano e injeções de liquidez pelos bancos centrais.

A crise financeira de 1929 ficou marcada na história do capitalismo, pois foi a mais devastadora de todas as crises financeiras, mas outras tantas antecederam esta, com maior ou menor projeção sobre a economia capitalista, como também outras sucederam, como pequenas crises mais específicas em determinado país, até a segunda grande crise financeira do capitalismo, a de 2008. Sendo menos devastadora que a de 1929, pois os governos já haviam se precavido de certa forma e agiram de forma rápida para salvar instituições financeiras para não levar a economia novamente a um colapso geral, como ocorrido na crise de 1929. Nessa oportunidade, os governantes, principalmente o governo americano, pouco fez para resgatar as instituições financeiras com problemas financeiros, agravando ainda mais a crise.

Karl Marx (2010) analisa de forma exemplar os ciclos do capitalismo, e mostra como nestes ciclos resultam crises, pois o próprio sistema necessita por vezes de crises para reestruturar-se, criando novos arranjos para o seu desenvolvimento, produzindo constantemente

desmontes e depressões de diversas economias, deixando o sistema instável em muitos casos.

A história do capitalismo é repleta de episódios de crises financeiras. Kindleberger (1978), por exemplo, identifica mais de 300 crises financeiras no período entre 1720 e 1987. Nas últimas décadas, as crises financeiras se manifestaram, principalmente, na forma de crises bancárias, cambiais e de balanço de pagamentos (“conta capital e financeira”), bem como de um mix entre elas.

Para os pós-keynesianos, por exemplo, Davidson (2002), as origens das crises financeiras estão associadas, sobretudo, à própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros que são inerentemente instáveis. Por sua vez, a intensidade e a dimensão dessas crises dependem do ambiente institucional do sistema financeiro e da interação entre variáveis reais e financeiras da economia. Nesse sentido, em um contexto de finanças desreguladas, de globalização do capital financeiro, de inexistência de regras monetário- financeiras e cambiais e de ausência de uma estrutura de salvaguarda que exerça um papel de prestador de última instância global, as crises financeiras acabam tendo um impacto expressivo sobre a demanda efetiva, resultando tanto em períodos de recessão e, eventualmente, depressão quanto de elevação das taxas de desemprego. Essas características foram observadas tanto na Grande Depressão dos anos 1930 quanto na crise financeira internacional de 2007-8 (FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.1).

A financeirização dos mercados internacionais possibilitada com a globalização abrangente e crescente e com a política liberal dos países como Estados Unidos e Inglaterra criaram diversos mecanismos para aumentar as movimentações de capitais nos mercados financeiros internacionais, alavancando assim maiores ganhos e lucros para os investidores.

De acordo com Fiori e Tavares (1998), o atual processo de globalização tem em sua origem as relações assimétricas de poder e dominação internacional, que explicam sua expansão e originalidade financeira. Nesse sentido, a marca principal do movimento de globalização teria sido a globalização das finanças, viabilizada pelas políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados, iniciada pelos EUA e Inglaterra, e alavancada pela adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes.

Seus impactos sobre o setor real da economia levaram à necessidade do uso de instrumentos financeiros para reduzir os riscos associados tanto à volatilidade cambial quanto aos riscos inerentes ao processo de liberalização dos mercados. Assim sendo, sob um contexto cada vez maior de interdependência entre os países através dos mercados financeiros, os desequilíbrios, que até então tinham ocorrido por meio de choques no comércio, decorreram de choques nas finanças (KREGEL, 2004 *apud* FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.8).

Segundo Kregel (2008), a nova estrutura de financiamento habitacional estadunidense, baseada na evolução de um sistema desregulado e no desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento, teve papel fundamental na origem da crise financeira do subprime (FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.10 e 11).

Dymski (2008) ressalta que na “nova” estrutura bancária os riscos dos bancos se elevaram consideravelmente. Com a emissão de ativos por outras instituições e a volatilidade cambial, os riscos, cambial, de liquidez e de default, se exacerbaram, multiplicando-se através do uso de instrumentos derivativos (PRATES et al, 2008 *apud* FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.11).

Em suma, a engenharia financeira, acompanhada pela falha dos modelos de previsão, que se baseavam em experiências passadas em um contexto de estabilidade, possibilitou a ampliação do mercado subprime a partir de um processo de alavancagem de crédito e da incorporação de segmentos de risco subestimado pelas agências de classificação de risco (FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.12).

Diante do aumento da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas de subprime, o risco de crédito ficou eminente.

Assim, a crise se propagou rapidamente pelo sistema financeiro norte-americano através das complexas conexões entre os mercados de crédito e financeiro, revelando as vulnerabilidades sistêmicas.

Na sequência, a tentativa de venda em massa desses papéis contagiou os demais ativos do mercado de capitais, resultando em uma crise patrimonial. Essas tensões intensificaram-se com a grave crise de liquidez do banco



Bear Stearns, absorvido posteriormente pelo banco JP Morgan Chase 24.

A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se propagou em âmbito global através de movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio e de derivativos. O resultado foi uma profunda instabilidade dos capitais internacionais, expressa em fugas de capital, pressões sobre o câmbio e queda dos preços das commodities (FERRARI FILHO e SILVA, 2011, p.13).

O sistema capitalista é por natureza um sistema formador de crises. Estas são necessárias para destruir capital da economia internacional, possibilitando assim, novas vias para sua expansão.

As inovações financeiras criaram maiores fluxos de capitais no mercado internacional, possibilitados pela globalização financeira, que envolve toda e qualquer economia numa mesma esfera de capital. As redes financeiras entrelaçam as relações entre economias que aceleram o surgimento de novas crises, sendo estas cada vez mais longas e profundas, por envolver cada vez mais economias e volume de capital.

#### 8.16 Inovações Financeiras e suas Transformações no Mercado Financeiro

As constantes inovações tecnológicas desenvolvidas pelo sistema capitalista, sendo estas prioridades para o sistema continuar o seu caminho ao desenvolvimento, são também responsáveis por criar novas ferramentas e mercados no sistema financeiro, expandindo sua atuação, através das inovações financeiras.

A capacidade das economias de mercado de introduzir continuamente inovações na produção de bens foi apontada por grandes economistas como Joseph Schumpeter como sendo a mais notável característica dessa forma de organização social. (...) Inovações financeiras referem-se à produção de novos tipos de serviços financeiros ou a novas formas de produção de serviços financeiros já conhecidos. Novos serviços financeiros, por exemplo, incluem o grande número de tipos de derivativos que foram sendo criados a partir dos anos 80.

(...) Inovações financeiras são introduzidas pela mesma razão que qualquer outro tipo de inovação: por que representam armas competitivas nas mãos das empresas que tomam a iniciativa de implementar novos métodos de produção ou novos produtos contra seus concorrentes. (...) No caso do

setor financeiro, “produtos” são, principalmente, contratos. Inovações se dão quando se desenham contratos que sirvam melhor ao perfil do cliente, especialmente no que se refere a combinação risco/rentabilidade, ou, no caso de tomadores de recursos, custo/risco.

(...) A partir de meados da década de 1970, os mercados financeiros iniciaram um processo de transformação que, décadas depois, ainda prossegue. Na verdade, como mostrado na seção anterior, inovar passou a ser uma arma permanente da concorrência entre instituições financeiras. Esta tendência à inovação permanente contrasta de forma aguda com a situação anterior. Suas raízes mais profundas remontam, principalmente, ao colapso do sistema monetário internacional na conferência de Bretton Woods, em 1944.

Naquelas conferencia, os países mais importantes do mundo capitalista decidiram organizar as relações monetárias internacionais em torno de um sistema de taxas de câmbio fixas, ancorado no dólar norte-americano, cujo valor, por sua vez, era fixado com relação ao ouro. Para que um sistema monetário de taxas fixas de câmbio pudesse se manter em operação, era preciso evitar que nele se reproduzissem as mazelas que haviam sido responsáveis pelo colapso de outro sistema de taxas fixas experimentado no passado, o padrão-ouro (CARVALHO, 2007, p.285 a 287).

As inovações financeiras criaram uma desregulamentação e liberalização financeira sem precedentes no sistema financeiro mundial, estas que resultaram na crise norte-americana de 2008 do subprime. Essas inovações surgem no cenário da integração crescente da economia mundial, particularmente a partir dos anos 1980, na emergência da globalização. Registra-se,

Ao contrário dos movimentos anteriores de internacionalização e integração econômica através da liberalização dos fluxos comerciais e de capitais de risco, a globalização implica uma redução sensivelmente maior da soberania nacional. Isto porque enquanto a internacionalização anterior praticada limitava-se a abrir as economias nacionais à penetração de capitais estrangeiros, a globalização implica um movimento adicional, de redução das diferenças de natureza legal e institucional aquelas economias. Globalização implica equalização de condições de operação e, com isso, a tendência à unificação dos mercados.

(...) O impulso à globalização foi, de certo modo, um resultado quase inesperado de um movimento político de natureza conservadora, tendente a promover a redução da presença do estado na economia, em resposta ao que foi percebido como uma intervenção estatal excessiva, e que foi responsabilizada pela perda de disciplina social e de eficiência produtiva que teria caracterizado as principais economias capitalistas nos anos 60 e 70 (CARVALHO, 2007, p.298 a 299).

Nesse cenário da globalização a informatização da atividade financeira em geral, e bancária em particular, teve implicações extremamente fortes para o mercado de capitais. Seja porque a introdução de computadores facilitou não somente “o processamento de informações referentes a clientes diversos operando em distintos mercados com conjuntos diversificados de obrigações e direitos”; seja porque certos contratos que requerem cálculos de risco complexos nem poderiam existir. O mesmo autor refere-se especificamente aos “derivativos estruturados ou o ‘empacotamento’ de obrigações em obrigações derivadas (sendo estes produtos criados com as inovações financeiras que permitem criar operações que contratem posições em mais de um indexador ou com limites e barreiras diversos. A operação é resultado de combinações acordadas entre as partes podendo ser adaptada a atender da melhor maneira possível as necessidades do contratante desta operação). Ou, ainda, seja porque o uso dessa nova tecnologia permitiu, em tempo real, a comunicação entre regiões distantes.

Carvalho (*ibid*) reforça que o próprio processo de inovação tecnológica do setor financeiro deu impulso à globalização, não só porque tornou possível essa operação mundial e de longa distância, mas porque mostrou-se também extremamente proveitoso operar nas diversas frentes disponíveis.

A alteração da forma de operação do setor financeiro em função de inovações tecnológicas foi, de fato, o segundo principal argumento em favor da desregulação financeira. Ao lado da já apontada percepção de que regulação excessiva impediam o aproveitamento de vantagens competitivas, passou-se a apontar também a inocuidade de controles e limitações de ordem regulatória frente às possibilidades que as novas tecnologias ofereceriam para contornar ou desvirtuar estes limites. O argumento é especialmente utilizado em contrário a regulações que buscam limitar a

circulação internacional de capitais, como controle de aplicações de nacionais no exterior e outros mecanismos de saída de recursos. Aponta-se para a possibilidade de controle efetivo de saídas de recursos, em função da possibilidade de criação contínua de canais alternativos de circulação quando as autoridades bloqueiam determinada rota.

(...) Seja como for, tornou-se dominante a percepção de que controles, além de indesejáveis, são também inócuos e, com isso, abriu-se movimento sustentado de redução drástica de regras e regulação do setor financeiro em geral e do bancário em particular (CARVALHO, 2007, p.298 a 299).

As inovações financeiras criaram um novo ambiente ao mercado financeiro nacional e internacional, desenvolvendo uma grande desregulamentação a favor deste novo mercado criado por derivativos que globalizados criaram um ambiente propício para a especulação e a formulação de um mercado cada vez mais volátil em prol da grande indústria financeira internacional.

#### 8.17 A Crise Financeira do Subprime

A literatura econômica e sociológica marxista (O Capital, 2010) e keynesiana (Teoria geral do emprego, do juro e da moeda, 1992) entende as crises financeiras como um movimento cíclico e inerente ao sistema, pois este se desenvolve sobre as bases de exploração do lucro. Mas a crise financeira de 2008 parece ser mais complexa e trajada de maiores efeitos colaterais que outras crises ocorridas no sistema capitalista, justamente pelo alto grau de mundialização dos fluxos de capitais por todas as economias. O capital aparece disseminado à procura de maiores rentabilidades, aumentando os valores das empresas que são comercializadas no mercado financeiro, assim aumentando a rentabilidade dos investidores, como também as perdas. Com a saída do capital estrangeiro destas empresas em momentos de crise e a desconfiança no mercado, os valores destas são derrubados afetando significativamente a rentabilidade de suas ações.

As economias e mercados em choque levam as especulações e movimentos desgovernados no mercado financeiro a patamares de baixas históricas. A grande abundância de derivativos existentes e sem fiscalização alguma dos governos por meio de suas instituições reguladoras do mercado financeiro mundial, principalmente no mercado americano, onde a cultura de investir em derivativos é a maior entre

todas as economias, alavanca ainda mais as especulações no mercado financeiro.

Como foi visto, a avassaladora crise financeira de 2008 tem início no mercado imobiliário juntamente com o mercado financeiro de derivativos americano, no qual tinham sido criados instrumentos e inovações financeiras que favoreceram o grande mercado especulador sem lastros para sua solvência.

Abaixo segue histórico das inovações financeiras e o surgimento do mercado de derivativos nos EUA, 1973 – 2009, para compreender como a crise de 2008 possibilitou tamanha proporção em sua destruição, segundo revisão desenvolvida por HARVEY, 2011 (páginas 227 - 228):

1970 Início dos certificados de valores mobiliários baseados em hipotecas.

1972 Abertura da Agencia de Mercado de Moedas e Futuros de Chicago.

1973 Agencia de Opções de Cambio de Chicago; início do comercio sobre capitais futuros.

1975 Comércio em papeis do Tesouro dos EUA e ações de futuros baseadas em hipotecas.

1977 Comercio em ações de futuros do Tesouro.

1979 Comercio sem regulamentação e sem prestações de contas legais, especialmente nos futuros de moedas, torna-se pratica comum. Surge o “sistema bancário às escuras”.

1980 Novos mecanismos para investimentos em derivativos vinculados a moedas estrangeiras *currency swap*.

1981 Criação do seguro sobre portfólios; mecanismo para investimentos em derivativos vinculados a taxas de juros estrangeiras, *interest rate swap*; mercados de futuros em eurodólares, certificados de depósito e instrumentos do Tesouro.

1983 Mercados de opções em moedas, valores de ações e instrumentos do Tesouro; criação das obrigações de pagamento tendo propriedades como garantia.

1985 Aprofundamento e ampliação dos mercados de opções e futuros; início do comercio virtual e criação de moedas de mercados; criam-se estratégias de arbitragem estatística para derivativos.

1986 Unificação dos mercados de ações, opções e comercio de moedas globais, o Big Bang.

1987 – 1988 Criação das Obrigações de Dívida Colateralizadas (CDOs), assim como das Obrigações de Ação Colateralizadas (CBOs) e Obrigações de Hipoteca Colateralizadas (CMOs).

1989 Novos mecanismos para investimentos em futuros de taxas de juros.

1990 Criação de mecanismos para investidores em insolvência no crédito e índices de ações.

1991 Aprovação de veículo de investimentos “fora da contabilidade”, também conhecidos como entidades de interesse especial ou veículos de investimento especial.

1992 – 2009 Rápida evolução do volume do comércio por todos esses instrumentos. O volume desse comércio, insignificante em 1990, chegou a mais de 600 trilhões de dólares por ano em 2008.

A crise financeira ou também conhecida como crise do subprime, pois estava em evidencia que a crise teve início com as vendas de imóveis nos EUA por bancos e instituições financeiras para maus pagadores. Indivíduos endividados que não conseguiam honrar as parcelas necessárias dos financiamentos de seus respectivos imóveis. Então, criou-se uma formula fatal, crédito barato e de fácil acesso para empréstimo, com as instituições financeiras responsáveis pelos mesmos dando pouca importância para as condições na concessão deste. O que se viu alguns anos mais tarde foi o resultado: a crise financeira internacional.

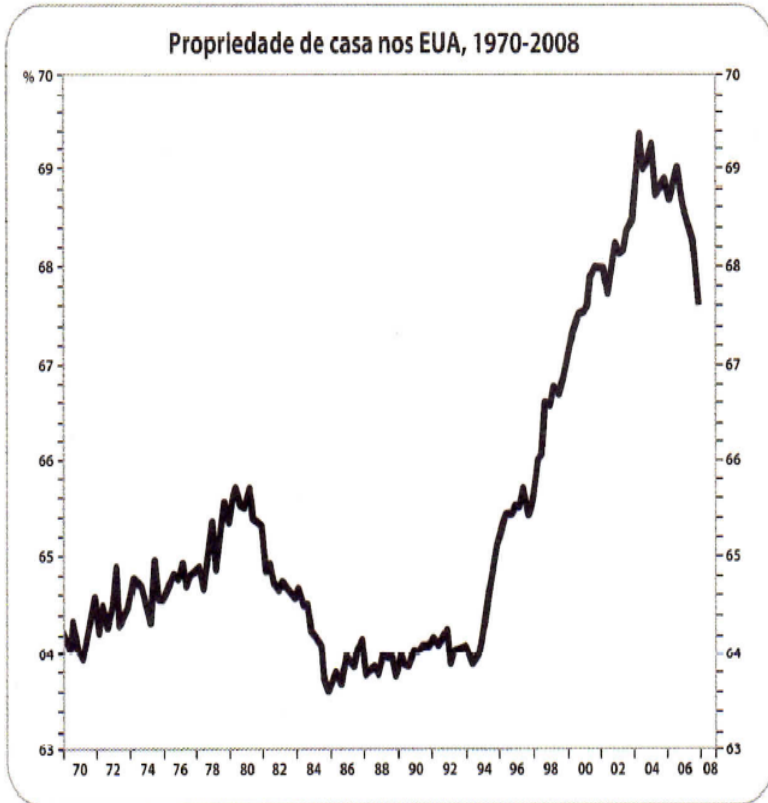
Em primeira instancia o fato que levou a economia americana e o resto do mundo a entrar nesta crise financeira de proporções globais, foi a quebra do banco americano Lehman Brothers, no ano 2008. Mas com o tempo, o que se viu, foi muito mais do que um descontrole na concessão de crédito pelas instituições financeiras, mas uma grande gama de instrumentos financeiros de alto risco que não estavam preparados para uma crise financeira, e que não tendo como se defender, aumentariam ainda mais as proporções desta crise financeira. Abaixo segue uma perspectiva sobre estes instrumentos e fatores que precipitaram a crise:

Crotty (2009) afirma que a crise financeira global se deve a diversos fatores, a saber: 1) incentivos perversos, como bônus milionários, que induzem os funcionários de instituições financeiras – bancos comerciais e de investimentos, fundos de private equity, hedge funds, seguradoras, fundos de investimentos e fundos de pensão – a tomar riscos excessivos quando o mercado está otimista; 2)

inovações que criaram produtos financeiros tão complexos que são totalmente não-transparentes e praticamente impossíveis de serem precificados corretamente, o que faz cair por terra o princípio de que o mercado é eficiente e sabe adequar o retorno de um investimento ao seu risco; 3) ao contrário do proclamado, os bancos comerciais não distribuem todos os ativos de risco e não fazem hedge dos riscos que permanecem em seus balanços, e tampouco alocam capital para se prevenir de possíveis perdas causadas por estes ativos; 4) os reguladores do sistema financeiro permitem que os próprios bancos meçam seus riscos e provisionem o capital necessário para evitar perdas; 5) a alta integração do sistema financeiro global criou canais de contágio que elevaram o risco sistêmico; 6) a alavancagem dos bancos, propiciada pela oferta abundante de crédito a taxas de juros baixas, chegou a patamares incompatíveis com a economia real, o que fez com que uma deterioração dos fluxos de caixa que sustentam os ativos financeiros – no caso, a elevação da inadimplência nas hipotecas dos consumidores norte-americanos – disparasse um movimento frenético de desalavancagem através da venda dos ativos de risco, acelerando as perdas sofridas pelos detentores destes ativos; 7) as agências de rating, que também são afetadas por incentivos perversos, uma vez que são contratadas pelos mesmos agentes que criam os ativos que elas avaliam, rebaixaram as notas de crédito destes produtos durante a crise, o que fez com que as instituições financeiras necessitassem de ainda mais capital para suportar seus ativos (ABE, 2011, p.13).

Em vista do recém sustentado, a falta de regulação do mercado financeiro e as inovações financeiras foram os principais motivos que precipitaram a crise financeira de 2008 de tamanha proporção. A possibilidade da livre operação de instrumentos financeiros sem a menor inspeção do governo americano sobre estas, ou uma regulação, criou uma grande bolha que estourou quando a liquidez do mercado diminuiu.

A crise financeira interrompeu uma trajetória de ganhos e altas em todas as bolsas de valores do mundo, pois acabavam de atingir patamares de valorização nunca antes visto na história.

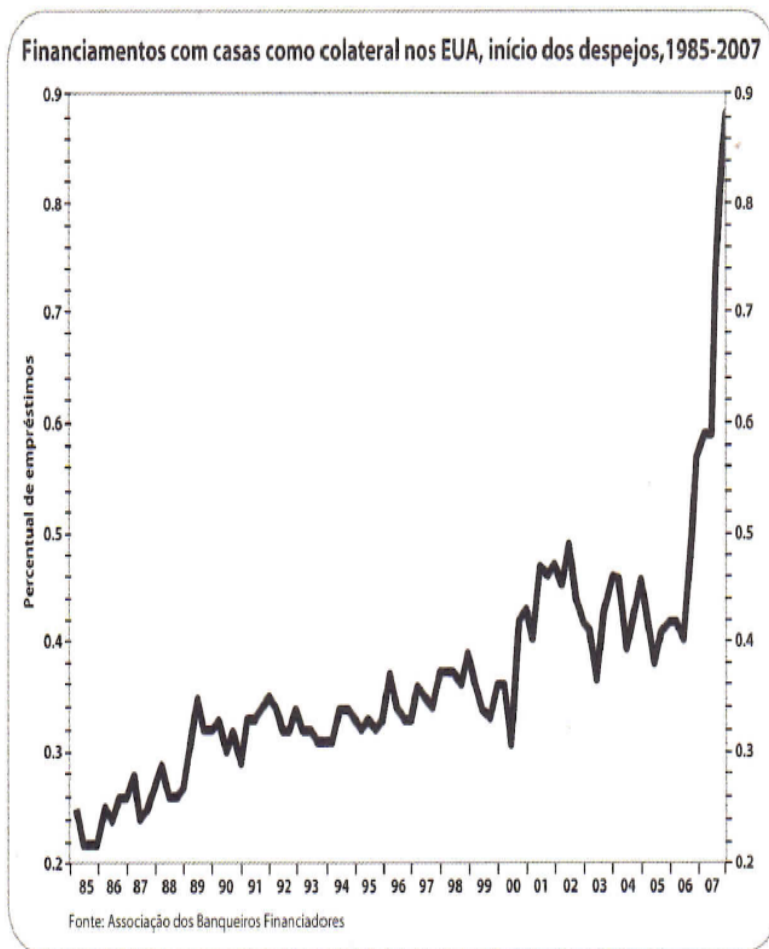


Fonte: HARVEY, 2011, p.11

Nota-se que a partir da década de 90 começa o grande *boom* imobiliário nos EUA que culminou no grande problema do subprime em 2008, com o surgimento da crise no setor imobiliário dos EUA.

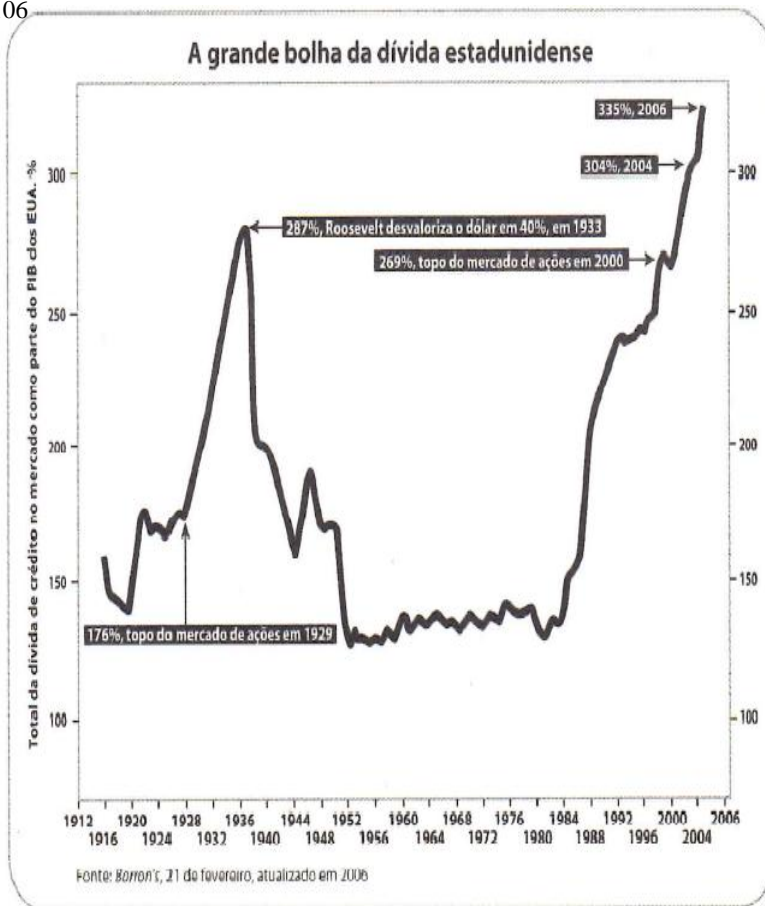
Este grande crescimento no setor de construção no mercado imobiliário americano se deve ao grande mercado que estava por de trás do mercado imobiliário, o mercado financeiro. Com apostas cada vez maiores sobre os valores dos imóveis, em um mercado artificial, criados a partir de derivativos, que depois se transformaram em ativos tóxicos no sistema financeiro, a crise do subprime era apenas questão de tempo, interrompendo as constantes altas nos preços dos imóveis e quebrando o grande mercado de derivativos criados com o crescimento artificial deste mercado.





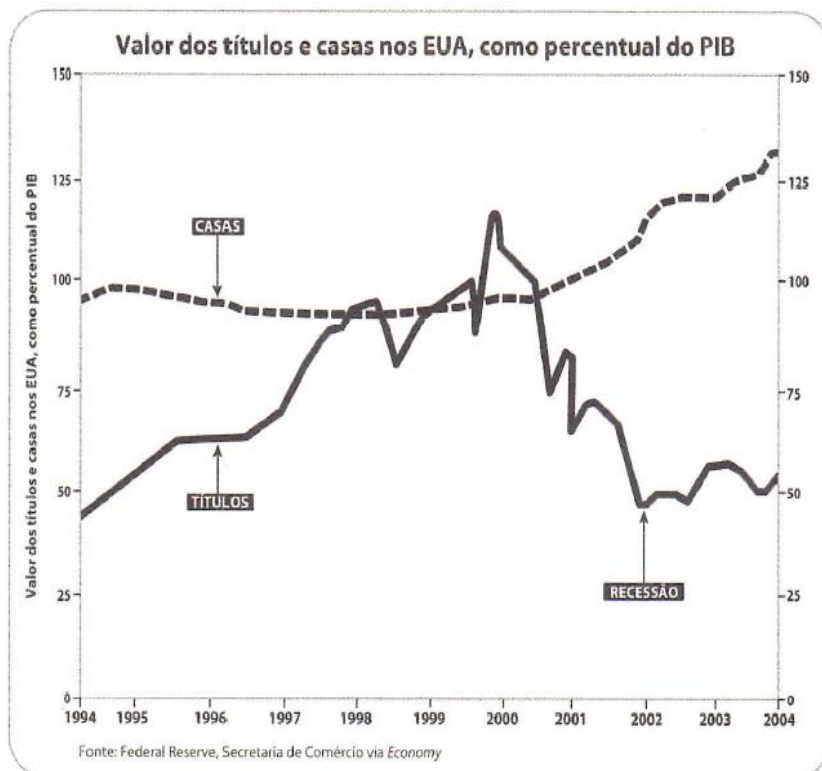
Fonte: HARVEY, 2011, p.12

Os compradores que não conseguiam honrar suas dívidas do financiamento de suas casas, as perdiam e eram despejados pelo banco. Estas propriedades então voltavam para os bancos para serem novamente vendidas à novos compradores. Estes financiamentos eram então transformados em um derivativo a ser comercializado pelo próprio banco no mercado financeiro como um título lastreado no mercado imobiliário americano.



Fonte: HARVEY, 2011, p.23

As crises são movimentos cíclicos do capitalismo, criando e destruindo valor nas economias. E a maior economia deste sistema, a americana, com um PIB muito concentrado em setores como construção civil e consumo, sua dívida pública cresce a cada ano, pois o país consome muito mais do que sua própria capacidade produtiva, tendo uma balança comercial deficitária. Desta forma, seu endividamento crescente é financiado a partir de novas emissões, muitas vezes descontroladas, de títulos da dívida do governo lastreados em dólar, que ainda é a moeda de maior segurança do sistema.



Fonte: HARVEY, 2011, p.26

A crise do subprime deriva de um mercado desregulado que foi criado a partir das políticas neoliberais do economista americano Allan Greenspan, ex-presidente do banco central americano, o FED (sigla em inglês). Esta desregulamentação se deu com grandes baixas que Greenspan coordenou durante anos para diminuir as regras implementadas pelo ex-presidente americano Roosevelt pós crise de 1929, conhecida também como a grande depressão, para regulamentar o sistema financeiro americano e diminuir a possibilidade de surgimento de novas crises nos mercados financeiros americanos e mundiais.

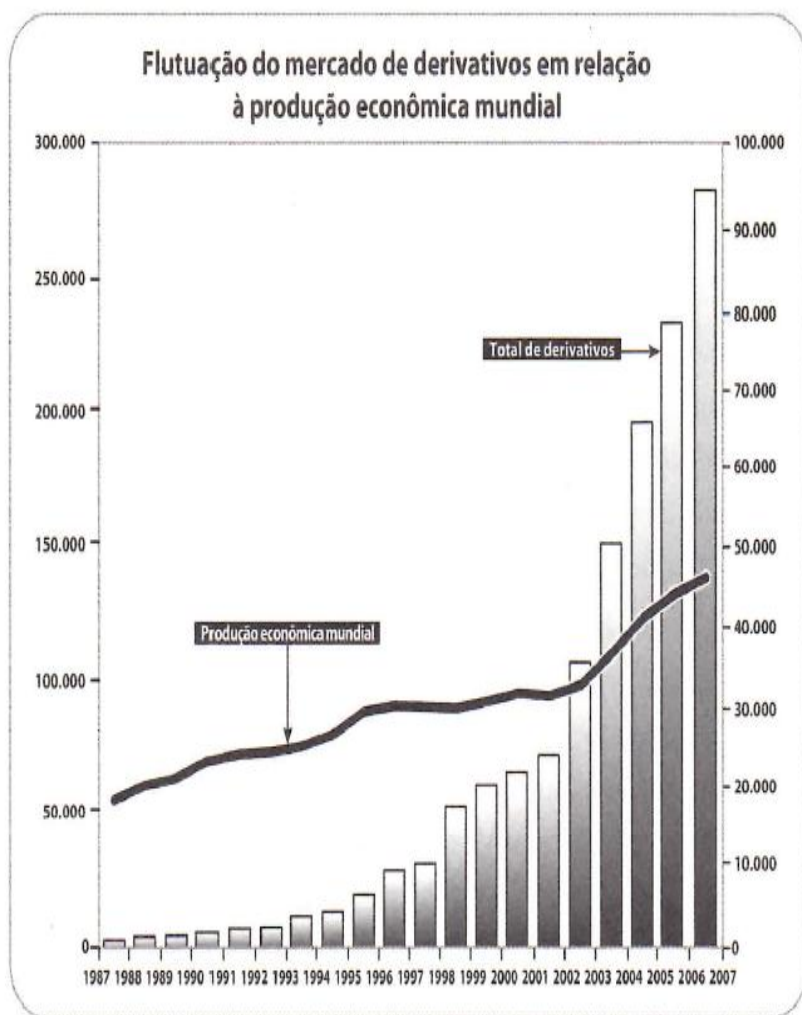
Com o fim de muitas regras que controlavam o sistema financeiro americano, como a alavancagem dos bancos em empréstimos, a desregulamentação ganhava força novamente. Os ativos considerados de alto risco em um mercado de derivativos crescente, proliferando novamente no mercado, e de forma nunca antes promovida, novas crises

no mercado financeiro, como a bolha imobiliária americana, era questão de tempo.



Fonte: HARVEY, 2011, p.27

O gráfico acima ilustra o processo de surgimento de uma bolha que tem sua origem na produção, mas que refletiu seu sintoma de forma avassaladora no sistema financeiro mundial pelo alto grau de emissões derivadas de uma produção decadente.



Fonte: HARVEY, 2011, p.27

A crise financeira que abalou os mercados internacionais criou grandes distorções nos mercados e na circulação do capital, pois como Paul Singer (grifos do autor) descreve o conceito de crises financeiras:

Crise financeira é uma situação em que em determinado mercado ou em todos os mercados financeiros de uma região, de um país ou do mundo, o pessimismo passa a prevalecer a

ponto de a oferta de ativos ultrapassar de longe a sua demanda. O excesso de oferta força a desvalorização dos ativos financeiros, fato que confirma e reforça o pessimismo que originou a crise. Esta culmina com o fechamento dos mercados afetados, quando cessam as transações por falta de compradores. No apogeu da crise, grande parte dos ativos perde todo valor e todos os agentes almejam conservar sua riqueza sob a forma de espécie (dinheiro sonante, moeda metálica etc.) ou de bens reais (mercadorias) facilmente transacionáveis (SINGER, 2000, p.123).

O grande problema observado nos gráficos acima, pré-crise do subprime, foi o grande mercado que se formou com a grande variedade de derivativos criados a partir do mercado imobiliário americano que não tinham mais lastro no mercado real e muito risco agregado, o que transformou rapidamente este mercado de derivativos e um mercado “podre” e com a fuga, saída em massa dos investidores deste mercado a procura de ativos mais seguros, criando uma posição mais conservadora, fora de grandes riscos atribuídos a esses derivativos imobiliários.

#### 8.18 A Crise Financeira e os Impactos no ISE

O mercado é abalado com a crise de 2008, assim como é abalada a confiança sobre todo o sistema econômico e sobre os discursos das teorias neoliberais que sustentam o afastamento da atuação do Estado perante as questões econômicas e financeiras.

Antes da crise de 2008-2009, os investidores de Wall Street confiavam que os mercados financeiros se auto-regulavam e constantemente as ações voltavam ao preço de equilíbrio. Isso levava a uma confiança “racional” e, em certo ponto, exagerada. Concomitantemente, as bolsas estavam em alta, investidores eufóricos e a idéia de livre mercado era aceita quase que como religião pela ortodoxia. E, mesmo o mundo tendo passado por várias crises financeiras, o mito da racionalidade nos mercados continuava, Fox (2009) (PEREIRA e URPIA, 2011, p.136).

Uma hipótese bastante contundente seria a mudança do cenário internacional com a crise financeira de 2008, levando à credibilidade do modelo neoliberal deteriorar-se e levando ao desenvolvimento de novos padrões e a maior visibilidade de teorias contrárias o neoliberalismo. Estas mudanças ganham força no mercado internacional refletindo-se no

campo financeiro e levando também a um câmbio na perspectiva dos investidores em relação às formas de investir seu capital. As novas opções se definem por inversões menos especulativas e mais conservadoras, procurando empresas com melhores índices, como também com bases políticas e de responsabilidade maior perante o mercado financeiro. Assim, partindo a mudança do mercado ao investidor, e não do investidor ao mercado. A crise financeira como grande causadora desta mudança brusca e inesperada da consciência, responsabilidade e cultura no mercado financeiro, desconstruindo os antigos modelos neoliberais dos mercados eficientes.

Com perdas da ordem dos trilhões nos mercados internacionais, os investidores estão mais receosos e resguardando seu capital, disponibilizando para aplicação com maiores salvaguardas.

A principal hipótese ortodoxa sobre o mercado financeiro, Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) – que é uma passagem da Hipótese das Expectativas Racionais (HER) para os mercados financeiros – atendia melhor aos anseios do neoliberalismo econômico, pois nela os mercados sempre se auto-regulavam – o que foi bastante coerente com a política econômica do ex-presidente do Federal Reserve System (FED), Alan Greenspan, já que o mesmo manteve baixíssimas as taxas de juros nos EUA até 2006, época em que saiu do FED (PEREIRA e URPIA, 2011, p.136).

Entretanto, o que se observou foi uma crise financeira mundial (crise dos subprime) que fez cair grande parte dos principais índices das bolsas de valores. Um bom exemplo disso é a cotação internacional do preço do barril de petróleo que caiu de US\$132, em julho de 2008, para US\$ 41,5; em dezembro de 2008, apenas seis meses depois. Assim, o Mainstream esta tendo que repensar a veracidade da HME, pois nela os mercados financeiros estão em constante equilíbrio e mudanças repentinas nos preços dos ativos não são esperadas – fato que está em contradição com a situação econômica do mundo real (PEREIRA e URPIA, 2011, p.136).

Ainda na década de 90, Paul Krugman, prêmio Nobel de Economia no ano de 2008, alertou para uma possível mudança de paradigma sobre a visão de alguns economistas. “A maioria dos economistas de hoje acham que os mercados internacionais estão mais para a irracionalidade e instabilidade, descrita por Keynes, do que para o modelo de mercados eficientes” (KRUGMAN apud GLERIA;

MATSUSHITA; SILVA, 2004, p.106) (PEREIRA e URPIA, 2011, p.136).

Em um mercado em crise, os investidores buscam aplicações de menor risco, como também aproveitam, como é o caso dos especuladores, para tentar ganhar com a falta de informações e segurança dos mercados, impulsionando mais os movimentos bruscos nas bolsas, causados pela especulação.

A hipótese dos mercados eficientes é cada vez menos aceita entre os investidores, estes que então esperam o pior em momentos de incerteza se não houver uma intervenção Estatal na economia e nos mercados.

O investidor que aplica seu capital em empresas ou índices menos voláteis, como o caso do ISE, teve volatilidade menor no período de crise, como mostra o gráfico abaixo. Desta forma, o investidor que aplicar em índices ou empresas que participam deste índice, sendo estas, com práticas de responsabilidade e de sustentabilidade, tem mais segurança com uma rentabilidade muito próxima a de empresas

#### 8.19 O Desenvolvimento do ISE pós-crise financeira

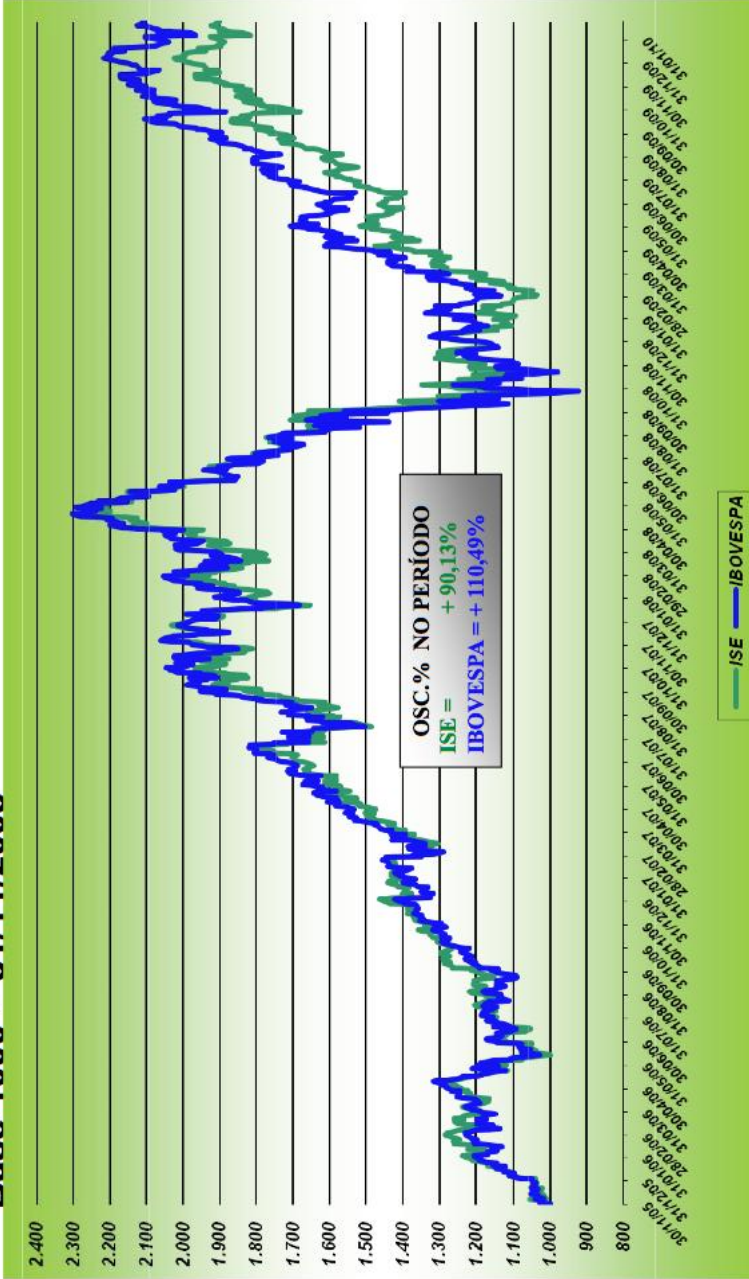
A crise financeira que tomou conta do sistema financeiro internacional em 2008, a partir da quebra de um dos maiores bancos privados do mundo, o Lehman Brothers, criou uma onda de incertezas e de confiança sobre os mercados e sua solidez.

Como todos os índices dos mercados financeiros, o ISE também foi fortemente afetado por se tratar de um índice listado na bolsa de valores, e pelo seu resultado estar atrelado às variações das empresas que constituem o portfólio deste índice.

Mas o perfil e a mentalidade dos investidores que aplicam seu capital no ISE foi de certa forma o que resultou em menores perdas em relação a outros índices financeiros listados na BM&FBovespa, como o Ibovespa, tendo uma diferença de 20% a baixo.



**Base 1000 = 31/11/2005**



Fonte: Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf>

Pode-se analisar no gráfico a grande queda que os índices Ibovespa e ISE tiveram no ano de 2008, quando o mercado é abalado pela crise financeira, permanecendo muito volátil durante o ano de 2008 e alguns meses de 2009, mas logo recuperando com um forte ganho a partir da metade do ano de 2009, demonstrando a rápida volta do investidor, puxando os índices do mercado para cima.

O ISE é um índice relativamente novo do mercado de capitais brasileiro, e tem como intuito fornecer um selo, que garante à empresa, que a mesma foi avaliada dentro dos critérios de sustentabilidade estabelecidos pela BOVESPA e pelo CES – FGV.

Os retornos das empresas da Carteira do ISE foram confrontados com os retornos das empresas do mesmo setor econômico, porém que não participam do ISE, chamados neste trabalho de grupo de controle. Os resultados apresentados demonstram que, há retornos anormais positivos em datas próximas ao anúncio da inclusão da empresa na Carteira do ISE, com nível de significância estatística bastante elevada (menor que 1%) e com rapidez, já que estes resultados aparecem em janelas próximas ao anúncio. Esta inferência pode indicar que o mercado remunera de melhor forma as empresas que adotam práticas de sustentabilidade quando comparadas com empresas pares do mesmo segmento ou setor.

Portanto, à luz da literatura, pode-se sugerir que o mercado avalia que empresas de carteiras de sustentabilidade podem estar mais preparadas para enfrentar adversidades quando comparadas com suas similares (DIAS e BARROS, 2008, p.14).

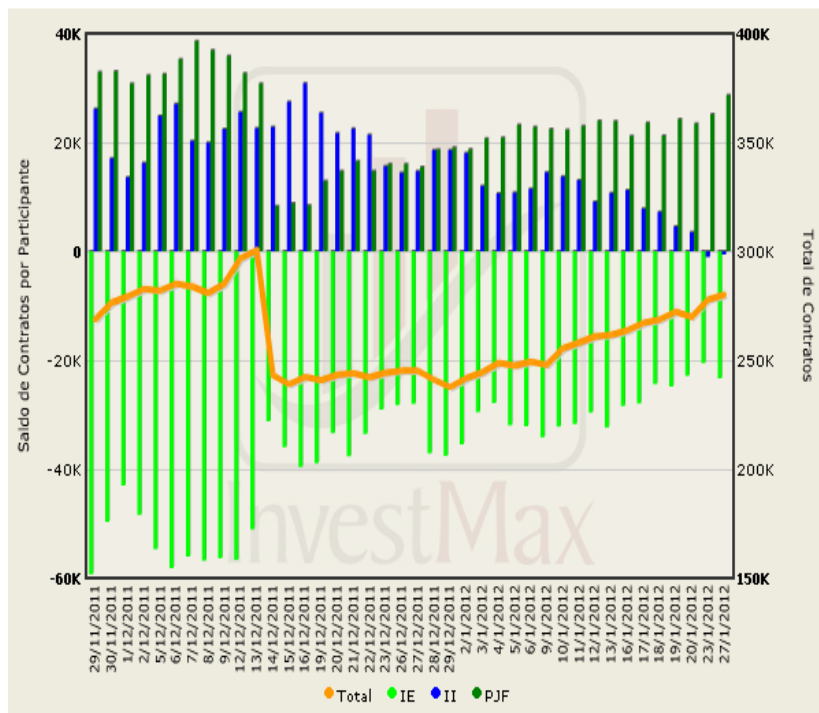
A crise financeira foi de certa forma, um grande teste para o ISE, pois colocou em teste premissas e conceitos que o mercado criou sobre as empresas que fazem parte do ISE, pois seguem uma cartilha de sustentabilidade, como a questão de estarem mais preparadas para adversidades e momentos econômicos delicados, como ocorrido na crise do subprime. Desta forma, o ISE demonstrou que de fato existe um diferencial qualitativo e que pode fazer diferença para as empresas e para o investidor.

## 8.20 Movimento do Investidor Estrangeiro no Mercado de Capitais Brasileiro

A crise financeira de 2008 impactou os mercados financeiros de todo o mundo, até mesmo países que eram aparentemente saudáveis

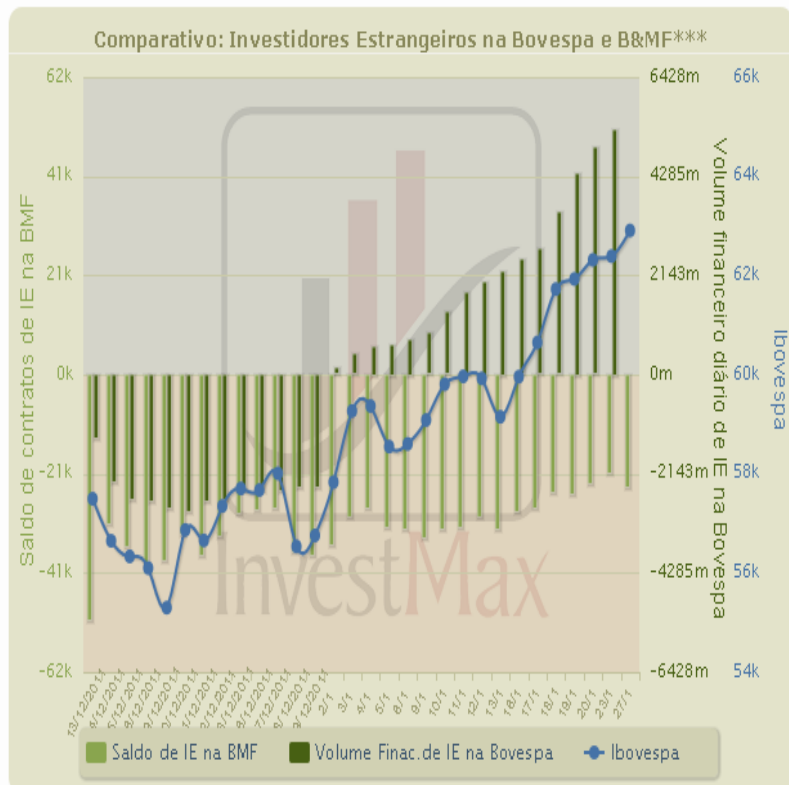
financeiramente e em forte desenvolvimento foram rigorosamente abalados, como os chamados emergentes que formam o grupo conhecido como BRICS, constituído por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. Este forte abalo no mercado financeiro que atingiu países com um sistema financeiro saudável, ocorreu majoritariamente pela grande saída de investimentos de aplicações nos países à procura de maior segurança. Isso, porque mesmo com o centro da crise financeira de 2008 sendo o mercado americano, a cultura enraizada do mercado, ainda credita segurança a países com mercados supostamente mais estruturados como o americano, e, ou a procura de investimentos seguros, como o ouro.

Desta forma, o mercado de ações brasileiro ainda representa para os investidores estrangeiros uma cultura de curto prazo, onde os investidores entram, compram ações, especulam e, em um curto período de tempo saem, deixando o mercado, sem qualquer perspectiva de longo prazo, ou envolvidos com questões de responsabilidade e sustentabilidade.

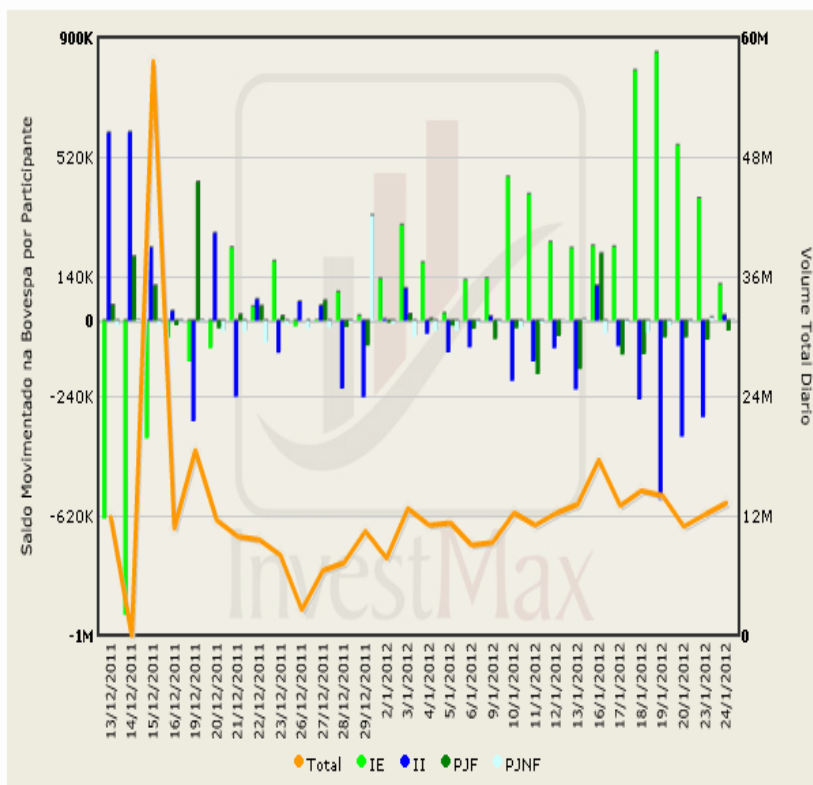


Fonte: <http://www.investmax.com.br/iM/content.asp?contentid=567>

**Comparativo: Investidores Estrangeiros na Bovespa e Contratos Futuros (BMF)\*\*\***



### Volume Direto na Bovespa\*\*



Fonte: <http://www.investmax.com.br/iM/content.asp?contentid=567>

O estudo abaixo, desenvolvido pelo Instituto Nacional do Investidor, “Qual o impacto do investidor estrangeiro nas altas e baixas da bolsa”, analisa a movimentação do índice Ibovespa no período de 2005 à 2010. Com a metodologia empregada, o estudo relatou que tanto antes quanto depois da crise financeira de 2008, a direção do índice Ibovespa respondia conforme a posição (alta/baixa) do investidor estrangeiro, estando comprado, com o Ibovespa ganhando posições, ou vendido, perdendo posições.

O período pós-crise e a elevação da participação de outros grupos nos movimentos de compra e venda na bolsa, trouxeram ao índice a impressão de que o impacto do investidor estrangeiro estaria sendo reduzido, porém a atualização do estudo, num período que vai de

janeiro de 2005 a dezembro de 2010 (72 meses), mostra justamente o contrário.

O peso do investidor estrangeiro ainda é determinante na movimentação do índice. Isso porque ele tem a posição ativa, ou seja, sua movimentação de compra ou de venda está na mesma direção do índice.

O investidor estrangeiro representa muito do movimento do Ibovespa e que o investidor individual, pessoa física mesmo tendo uma participação grande no movimento da bolsa, ainda não consegue segurar esse fluxo.

Desta forma, a bolsa brasileira está muito atrelada ao apetite e bom humor do mercado internacional como do capital do investidor estrangeiro. Estando assim, o investidor brasileiro refém das movimentações estrangeiras, estas que fogem do mercado nacional em momentos de crise, criando grande volatilidade na bolsa brasileira, e voltando quando se tem uma perspectiva de maior segurança para investirem seu capital fora dos Estados Unidos. Pois a bolsa brasileira ainda é vista como um mercado emergente com muitas ressalvas entre os investimentos estrangeiros. Esta é a conclusão que resulta do estudo acima documentado.

2005	jan/05	fev/05	mar/05	abr/05	mai/05	jun/05	jul/05	ago/05	set/05	out/05	nov/05	dez/05
	Ibov	-7,05%	15,56%	-5,43%	-6,64%	1,46%	-0,62%	3,96%	7,69%	12,62%	-4,40%	5,71%
Estrangeiros	1,15%	5,02%	-1,84%	-3,33%	-1,48%	0,54%	4,48%	-0,16%	1,66%	-0,08%	0,48%	2,02%
Inv. Individual	0,47%	-1,53%	-0,69%	0,82%	-0,42%	-0,39%	-1,30%	-0,49%	-0,76%	0,49%	-0,73%	-0,68%
Institucional	-1,20%	-3,59%	-2,61%	2,07%	1,72%	-1,32%	-3,85%	-0,32%	-0,98%	-0,21%	-0,69%	-1,99%
Empresa	0,15%	-0,11%	4,90%	0,18%	0,25%	0,14%	-0,06%	0,01%	0,04%	0,14%	0,10%	0,48%
Inst. Financeiras	-0,44%	0,26%	0,23%	0,22%	0,36%	1,06%	0,75%	0,96%	0,07%	-0,29%	0,86%	1,07%
2006	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06	dez/06
Ibov	14,73%	0,59%	-1,71%	6,35%	-9,50%	0,28%	1,22%	-2,28%	0,60%	7,72%	6,80%	6,06%
Estrangeiros	2,83%	-0,58%	-0,02%	1,31%	-1,17%	-2,41%	-0,89%	-1,20%	0,22%	1,35%	1,37%	0,88%
Inv. Individual	-1,37%	0,30%	0,30%	-0,61%	0,24%	0,09%	0,09%	0,62%	-0,14%	-1,01%	-0,92%	-0,55%
Institucional	-1,86%	-0,56%	-0,33%	-0,59%	0,25%	1,39%	0,19%	0,52%	0,16%	-0,88%	-1,57%	-0,62%
Empresa	-0,17%	-0,16%	-0,29%	-0,26%	0,15%	0,43%	0,69%	0,18%	0,11%	-0,11%	1,27%	0,14%
Inst. Financeiras	0,59%	1,02%	0,29%	0,05%	0,52%	0,51%	-0,10%	0,00%	-0,37%	0,66%	-0,16%	0,17%

	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	out/07	nov/07	dez/07
<b>2007</b>												
Ibov	0,38%	-1,68%	4,36%	6,88%	6,77%	4,06%	-0,39%	0,84%	10,67%	8,02%	3,54%	1,40%
Estrangeiros	-0,98%	0,43%	0,60%	0,72%	0,25%	-0,99%	-1,61%	-0,25%	2,12%	-0,61%	-1,31%	0,50%
Inv. Individual	0,05%	0,29%	-0,18%	-1,22%	-0,21%	-0,24%	-0,08%	0,07%	-1,03%	-0,44%	0,83%	0,37%
Institucional	0,80%	-0,05%	-0,08%	-0,03%	0,16%	-0,74%	1,66%	-0,60%	-0,87%	0,04%	0,13%	-1,14%
Empresa	0,32%	0,05%	0,23%	0,09%	0,27%	2,29%	0,67%	0,12%	-0,38%	-0,13%	0,18%	0,27%
Inst. Financeiras	-0,19%	-0,74%	-0,58%	0,45%	-0,46%	-0,34%	-0,99%	0,64%	0,15%	1,13%	0,08%	0,00%
<b>2008</b>												
Ibov	-6,88%	6,72%	-3,97%	11,32%	6,96%	-10,44%	-8,48%	-6,43%	-11,03%	-24,80%	-1,77%	2,61%
Estrangeiros	-1,88%	0,37%	-0,86%	2,31%	0,19%	-2,80%	-3,08%	-1,12%	-0,75%	-1,92%	-0,81%	-0,29%
Inv. Individual	0,92%	-0,29%	1,15%	-1,22%	0,65%	1,73%	0,31%	-0,02%	0,20%	0,29%	0,32%	-0,97%
Institucional	0,44%	-0,12%	-0,54%	-2,14%	-1,07%	0,84%	2,14%	0,19%	0,15%	0,89%	-0,05%	-0,55%
Empresa	0,37%	0,03%	0,21%	0,66%	0,54%	0,45%	0,26%	0,63%	0,13%	0,50%	0,78%	2,02%
Inst. Financeiras	0,15%	0,01%	0,03%	0,40%	-0,32%	-0,24%	0,37%	0,31%	0,27%	0,19%	-0,25%	-0,25%
<b>2009</b>												
Ibov	4,66%	-2,84%	7,18%	15,55%	12,49%	-3,26%	6,41%	-0,51%	12,90%	0,05%	8,93%	2,30%
Estrangeiros	-0,44%	0,37%	0,81%	1,95%	2,82%	-0,49%	1,03%	0,74%	1,77%	0,37%	0,38%	0,19%
Inv. Individual	-0,30%	0,21%	-0,52%	-1,05%	-0,64%	0,53%	-0,89%	0,23%	-1,32%	0,34%	-0,95%	-0,31%
Institucional	0,22%	-0,90%	-0,27%	-0,89%	-1,72%	-0,85%	-0,35%	-0,37%	-1,16%	-0,94%	0,19%	0,68%
Empresa	0,37%	0,09%	0,08%	0,07%	-0,41%	1,18%	0,09%	-0,42%	-0,27%	-0,01%	-0,48%	-0,28%
Inst. Financeiras	0,10%	-0,98%	-0,11%	-0,07%	-0,04%	-0,37%	0,13%	0,18%	0,97%	0,24%	0,86%	-0,29%
<b>2010</b>												
Ibov	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%
Estrangeiros	-0,82%	-0,53%	1,06%	-0,39%	-0,50%	-0,06%	1,56%	-0,24%	1,12%	0,51%	0,63%	-0,13%
Inv. Individual	0,71%	-0,21%	-0,70%	0,28%	0,19%	0,09%	-1,40%	0,51%	-0,85%	-0,61%	-0,20%	-0,70%
Institucional	0,37%	0,72%	0,05%	-0,25%	0,05%	0,22%	-0,15%	-0,35%	-0,72%	-1,04%	-0,49%	2,21%
Empresa	-0,16%	0,07%	0,28%	0,34%	0,34%	-0,18%	-0,05%	0,01%	0,18%	1,27%	0,10%	-0,84%
Inst. Financeiras	-0,09%	-0,04%	-0,12%	0,05%	-0,08%	-0,07%	0,04%	0,04%	0,23%	-0,17%	0,16%	-0,54%

Fonte: <http://www.investmax.com.br/iM/content.asp?contentid=567>



O investidor estrangeiro como abordado acima, tem grande influencia no mercado acionário brasileiro, criando volatilidade e queda nos preços quando deixa o mercado brasileiro, como também no inverso, influenciando os preços para cima.

Esta grande relação atribuição cria dificuldades ainda maiores em momentos de recessão ou desconfiança dos mercados, pois no caso de mercados em queda, a queda é muito mais acentuada em mercados como o brasileiro, de países, emergentes, onde o sistema ainda é visto pelo investidor estrangeiro como mais vulnerável para a segurança de seu capital, criando uma saída brusca de mercados do mundo inteiro para serem alocados novamente nos EUA. Este movimento é muito utilizado pelos investidores brasileiros e estrangeiros em suas análises para determinarem quando (timing) e onde (allocation) investirem seu capital.

#### 8.21 Participação dos Fundos de Investimento (Investidor Institucional) e o Movimento do Investidor Estrangeiro no Mercado de Capitais Brasileiro

No mercado de fundos de investimentos existem diversos tipos de fundos com as mais variadas estratégias de aplicação, como de renda fixa, multimercado, ações.

Estes fundos são meios para investidores aplicarem no mercado financeiro via uma instituição, chamada pelo mercado de gestora de recursos que será a responsável por criar e gerir os fundos com diversas estratégias possíveis em diversos mercados com o capital aplicado pelos acionistas.

Neste mercado de fundos, um destes tem grande crescimento, os chamados fundos de sustentabilidade, e como já nos referimos com anterioridade neste trabalho no capítulo ISE e os Fundos de Pensão, são aqueles voltados para investidores à procura de aplicações em empresas sustentáveis, com a cultura da RSE. Os fundos de sustentabilidade crescem e se multiplicam rapidamente, pois o mercado identificou esse novo mercado crescente e muito rentável. Essa mesma rentabilidade, afora seu apelo politicamente correto, os torna atrativos ao investidor, mas nem sempre se pode dizer que fundos identificados sob este rótulo de sustentáveis agem de acordo ao que suas expressões publicitárias indicam. Esse tipo de prática que contraria o anunciado como sustentável e/ou responsável social e ambientalmente, já ganhou um nome no mercado, trata-se do chamado *greenwash*, ou maquiagem do verde. Aspecto este que será tratado mais adiante nesta pesquisa.

Existem também os fundos de pensão, estes direcionados para os trabalhadores de empresas públicas e privadas que transferem bônus por tempo de trabalho para o trabalhador que será gerido pelo fundo de pensão da empresa.

Investidores institucionais compreendem um conjunto relativamente heterogêneo de iniciativas que têm como traço comum o de constituírem *pools* de recursos para aplicação financeira. Assim, fundos de pensão, um de seus principais segmentos, são produto da organização de poupadores de um determinado grupo que reúnem seus recursos para potencializar suas possibilidades de aplicações financeiras com vistas à obtenção de um fluxo de renda em um futuro, em media, relativamente distante (...) A característica mais importante, comum às diversas categorias de investidores institucionais, é a sua dimensão em relação à unidade original de poupança, o indivíduo ou a família. A agregação de recursos em um *pool* permite um aproveitamento muito melhor das oportunidades de acumulação de riqueza que o mercado financeiro oferece, seja porque permite uma gestão profissionalizada das carteiras de ativos, mas também porque permite uma alocação mais eficiente de riscos e retornos, porque alarga os horizontes de aplicação e porque dá maior poder de mercado ao poupador que, isoladamente, não teria escolha e, possivelmente, nem acesso a mercados, diante das instituições como, por exemplo, bancos de investimento. Investidores institucionais são uma figura ainda predominantemente norte-americana, como é o caso de tantos outros aspectos dos mercados financeiros internacionais atuais. Dentre este grupo, certamente o subgrupo mais importante são os fundos de pensão.

(...) A crescente importância dos fundos que, juntamente com as companhias seguradoras, constituem os chamados investidores institucionais, mudou sensivelmente as condições de operações do sistema financeiro e continuará a fazê-lo no futuro, à medida que outros países passam pela mesma transformação (CARVALHO, 2007, p.293 a 296).

Abaixo segue tabela com a classificação dos fundos com maior patrimônio e número de participantes:

**Por Patrimônio**

<b>Classificação</b>	<b>Fundos de pensão</b>	<b>Investimento (R\$ mil)</b>	<b>Participantes ativos*</b>	<b>Dependentes*</b>	<b>Assistidos*</b>
1	PREVI	160.904.204	100,177	250,38	88,284
2	PETROS	60.290.003	95,313	292,086	56,188
3	FUNCEF	49.383.163	81,971	187,172	34,618
4	FUNDACAO CESP	20.122.314	15,218	54,627	29,788
5	VALIA	15.153.098	71,774	266,194	21,361
6	FUNDACAO ITAU UNIBANCO	13.817.275	25,703	6,165	8
7	SISTEL	13.374.664	1,813	44,839	24,935
8	BANESPREV	10.213.539	4,192	32,043	23,098
9	REAL GRANDEZA	10.190.754	5,769	21,407	6,8
10	FORLUZ	10.039.029	9,147	51,42	11,964

### Por participantes ativos

Classificação	Fundos de pensão	Investimento (R\$ mil)	Participantes ativos*	Dependentes*	Assistidos**
1	POSTALIS	7.010.410	110,782	299,718	20,657
2	PREVI	160.904.204	100,177	250,38	88,284
3	PETROS	60.290.003	95,313	292,086	56,188
4	FUNCEF	49.383.163	81,971	187,172	34,618
5	HSBC FUNDO DE PENSÃO**	5.082,458	75,923	21,041	7,694
6	VALIA	15.153.098	71,774	266,194	21,361
7	GEAP	1.916.552	64,259	156,263	0
8	BB PREVIDENCIA	1.898.564	63,36	56,327	1,648
9	MULTIPENSIONS	1.493.031	62,452	48,748	926
10	VOLKSWAGEN	1.774.483	51,702	47,835	1,744

\* Dezembro de 2011 \*\* Dados de população de junho de 2011 Fonte: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (Abrapp).

Fonte: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/aposentadoria/noticias/os-100-maiores-fundos-de-pensao-do-brasil>

A ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada faz parte da iniciativa PRI, tendo o Fundo de Pensão PREVI como um dos principais fundos participantes.

A sigla PRI (Principles for Responsible Investment na sigla em inglês, ou Princípios para o Investimento Responsável, na tradução livre) representa o compromisso dos grandes investidores institucionais do mundo de investir em negócios sustentáveis, ou seja, de estarem atentos aos aspectos social, ambiental e de governança corporativa por ocasião da escolha de ativos e carteiras para investimento dos seus recursos.

O PRI foi lançado oficialmente, na Bolsa de Valores de Nova Iorque, com a presença do então Secretário Geral da ONU, Kofi Annan e, em seguida, foi lançado em Paris. O lançamento do PRI no Brasil ocorreu em maio/2006 no Rio de Janeiro e em abril/2007 houve uma cerimônia de adesão dos signatários brasileiros, na sede da BM&FBovespa, em São Paulo.

O PRI consiste em seis princípios básicos, que se desdobram em diretrizes (recomendações), cuja finalidade é viabilizar a incorporação das questões sociais, ambientais e de governança corporativa às práticas de análise, decisão e gestão de investimentos.

O PRI não é um instrumento mandatário, de adesão obrigatória.

As adesões ao PRI estão permanentemente abertas.

O público-alvo da iniciativa é o conjunto dos investidores institucionais, proprietários de ativos. Engloba também gestores externos de ativos e prestadores de serviços/consultores<sup>42</sup>.

A PREVI, signatária do PRI desde 2006, ciente de sua importância como investidor institucional para a disseminação e desenvolvimento das práticas de responsabilidade socioambientais, pretende com a inclusão de critérios de RSA em sua política de investimentos, solidificar seu posicionamento em prol de investimentos que levem em consideração aspectos ambientais, econômicos e sociais. Desta forma, a entidade busca investimentos que se destaquem pela adoção das melhores práticas de governança corporativa e por ações de responsabilidade social ambiental e ética, em consonância com os Princípios para Investimento

---

<sup>42</sup> Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/SitePages/Sustentabilidade.aspx>.

Responsável (PRI) e seus Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa, de Ética e de Melhores Práticas de Governança Corporativa em Empreendimentos de Base imobiliária<sup>43</sup>.

O fundo de pensão PREVI, dos funcionários do Banco do Brasil, sendo o maior fundo de pensão brasileiro e latino americano, e um dos maiores do mundo neste setor, cria uma gestão de investimentos voltada para a RSA, pautando seus investimentos em empresas que englobam esta cultura. O fundo PREVI busca

nos processos internos de decisão de investimento, considerar questões de sustentabilidade na elaboração, implementação, e fortalecimento de suas práticas de gestão de modo a:

- a) Incluir aspectos socioambientais na análise e seleção de investimentos, destacando-se a introdução de variáveis que considerem os princípios gerais de RSA;
- b) Promover o desenvolvimento e aperfeiçoamento de ferramentas de análise socioambiental de investimentos;
- c) Promover o desenvolvimento e pesquisa para aprimoramento do corpo técnico em questões de investimentos sustentáveis;
- d) Aplicar e promover os princípios da boa governança corporativa.

Nas relações com as empresas nas quais tem participação acionária ou mantém outros tipos de investimentos, a PREVI deverá buscar – direta ou indiretamente – a elaboração, implementação, fortalecimento e disseminação de práticas que ampliem a contribuição ao desenvolvimento econômico, ambiental, social e cultural do país, tendo em vista:

- a) O estímulo à inserção de aspectos de sustentabilidade ao negócio das empresas;
- b) Criação de fóruns de diálogo e de outros espaços para troca de experiências relacionadas ao encaminhamento de aspectos de sustentabilidade na gestão das empresas;
- c) Incentivo à divulgação de relatórios de sustentabilidade, implicando práticas de comunicação transparentes e ampliação da quantidade e qualidade de informações sobre o desempenho econômico, social e ambiental das empresas.
- d) Incentivo à associação a instituições ou organismos voltados ao desenvolvimento de práticas de sustentabilidade;

---

<sup>43</sup> Disponível em:

[http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI\\_DESENV/DOCUMENTOS/POLITICA\\_INVEST\\_RSA\\_2012.PDF](http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI_DESENV/DOCUMENTOS/POLITICA_INVEST_RSA_2012.PDF).

- e) Incentivo à adesão a níveis mais elevados de Governança Corporativa;
- f) Nas relações com as empresas administradoras de participações mobiliárias, estimular a adoção de critérios socioambientais na seleção de investimentos e no acompanhamento da carteira;
- g) Nas relações com as empresas administradoras de empreendimentos imobiliários, estimular a adequação dos imóveis aos princípios de RSA<sup>44</sup>.

O movimento do investidor estrangeiro no mercado financeiro brasileiro é cada vez mais intenso com a melhora das condições macroeconômicas e estruturais ocorridas nos últimos anos no país. Tendo em vista este novo cenário o superávit de entrada de capital estrangeiro para investimentos no mercado financeiro do país é cada vez maior. Para se compreender como o fluxo de capital afeta o mercado financeiro nacional, em dias que a bolsa dos EUA não operam, como em feriados nacionais, o número de movimentações e os negócios de bilhões cai pela metade na bolsa brasileira, como em outras bolsa de economias emergentes onde o investidor estrangeiro está aplicando seu capital especulativo. As últimas estatísticas publicadas pela BM&FBovespa em 14/06/2012 relatam número de negociações na Bovespa na ordem de R\$7,43 bilhões em maio. As movimentações financeiras foram lideradas pelos investidores estrangeiro, com participação de 41,6%, seguidas pelos investidores institucionais com participação de 32%. Em lugar terceiro pelas pessoas físicas, que movimentaram 17,4% e em quarto pelas instituições financeiras, que tiveram 7,9% de participação das movimentações financeiras do mercado de capitais brasileiro. O valor de mercado das 370 empresas com ações negociadas na BM&FBovespa, no fim de maio, era de R\$2,28 trilhões.

Por via de fundos, o investidor institucional opera no mercado financeiro. Este, no Brasil, é a modalidades que mais movimentam valores em ativos no mercado, por uma razão/consequência lógica e simples: o mercado financeiro nacional é ainda bastante incipiente em comparação com de outros países como os americanos e europeus. No que diz respeito ao seu tamanho, por exemplo, o brasileiro não chega a quinhentos mil investidores pessoa física. Ele é pouco diversificado em

---

<sup>44</sup> Disponível em:

[http://www.previ.com.br/portal/page?\\_pageid=57,963077&\\_dad=portal&\\_schemma=PORTAL](http://www.previ.com.br/portal/page?_pageid=57,963077&_dad=portal&_schemma=PORTAL).

relação ao montante que movimentam, assim, grande parte desses recursos são mobilizados pela modalidade de investidores institucionais.

A teoria dos mercados eficientes<sup>45</sup> não funciona como deveria no Brasil, diferente da realidade dos EUA, onde grandes investidores institucionais entram ou saem do mercado com grandes posições não ocasionando mudanças bruscas no mercado, algo que no mercado brasileiro tem grande chance de ocorrer, o que é proibido pela lei brasileira que regula os mercados financeiros e acompanhada pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Grandes fundos brasileiros de bancos estrangeiros são capazes de captar e movimentar bilhões de dólares em operações. Por vezes recusam novos investimentos, chamados de fundos fechados para novas captações. Fundos que movimentam tamanha proporção de valores devem se precaver, pois certos movimentos podem ocasionar grandes impactos no mercado financeiro como comentado, podendo ser estes movimentos investigados pela CVM e serem punidos pela instituição.

A institucionalidade no mercado de capitais brasileiro cresce na medida em que novos atores e mecanismos aperfeiçoam-se, criando novas possibilidades de investimentos. A institucionalidade no mercado de capitais é responsável pela regulamentação e regulação dos investimentos como também das empresas com capital aberto no mercado acionário. Para os grandes investidores institucionais, como fundos de investimento e de pensão, sendo acionistas minoritários em muitos casos, como também para investidores estrangeiros, é questão de suma importância e de grande interesse para todos os investidores, pois criam condições mais claras de regras e acompanhamento para que estas sejam cumpridas no mercado.

O amadurecimento das instituições que regulam o mercado no Brasil tenderá a criar condições mais favoráveis para os fundos de investimentos participarem deste mercado. Isso, pois enquanto investidores minoritários, estes acionistas com menor participação em diversas companhias brasileiras, necessitam do apoio e acompanhamento de diversas instituições do mercado para dar maior garantia para exercerem seus poderes. A regulação do poder de participação dos minoritários na gestão da companhia, ou a maior transparência nas informações divulgadas pelas companhias abertas, são

---

<sup>45</sup> Teoria esta que se baseia na hipótese de que no mercado, as informações repassadas para os investidores são todas iguais, com as mesmas condições, desta forma, nenhum agente consegue alcançar retornos superiores a média do mercado.



apenas alguns exemplos para conferir grande importância e significado às instituições que regulam o mercado. Sem esquecer sua importância para o próprio o investidor institucional, como comentado acima, que na maioria das vezes é minoritário, certificando-se que a governança corporativa será aplicada para a segurança deste investidor, que necessita desta para resguardar o capital aplicado.

## 8.22 Derivativos versus Investidor Estrangeiro

Como já abordado em capítulo passado, os derivativos são formas de investimentos criados pelas inovações financeiras. Estes são ativos altamente voláteis e se multiplicando rapidamente por todo o mercado financeiro internacional.

O mercado de derivativos se expandiu, inicialmente, em função do aumento da volatilidade dos mercados financeiros enraizados em uma causa comum, qual seja, a intensificação da inflação e a adoção de políticas monetárias restritivas, que por sua vez perturbaram o já frágil equilíbrio das taxas de câmbio entre as principais moedas do mundo. Por esta razão, isto é, a existência de causas comuns de instabilidade, esta expansão foi em grande parte sentida no segmento de derivativos transacionados em bolsas, através da negociação de futuros e, depois, de opções. Com o recuo mundial da inflação, a mudança de estratégia de bancos centrais etc., aqueles riscos comuns foram perdendo relevância, sem que se perdesse de vista a potencialidade dos derivativos em oferecer formas de “seguro” contra contingências adversas. À medida que os riscos mais relevantes foram se tornando mais idiossincráticos, a importância dos derivativos de balcão foi crescendo, até se tornarem os tipos de contratos mais intensamente negociados no presente. Por outro lado, porém, a individualização crescente de contratos reduz sua liquidez, o que torna este segmento mais instável e frágil. O dinamismo dos derivativos de balcão se mostrou tão incontestável que as próprias bolsas de futuros passaram, nos últimos dois a três anos, a concentrar seus esforços na oferta de facilidades ao segmento de balcão, através de serviços como os de liquidação de contratos, e na busca de meios de provisão de liquidez a certas categorias mais comuns de contratos, como os de *swaps* (transferência) (CARVALHO, 2007, p.292).

Para compreender o impacto que os derivativos estabelecem no

mercado financeiro é necessário primeiro compreender seu funcionamento. Podendo então dizer que derivativos são,

(...) instrumentos financeiros que têm seus preços derivados (daí o nome) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Por exemplo, o mercado futuro de petróleo é uma modalidade de derivativo cujo preço é referenciado dos negócios realizados no mercado à vista de petróleo, seu instrumento de referência. No caso de um contrato futuro de dólar, ele deriva do dólar à vista; o futuro de café, do café à vista, e assim por diante<sup>46</sup>.

Os derivativos por serem instrumentos financeiros derivados do mercado a vista, isto é, operam com uma projeção no futuro, são mais especulativos e voláteis, pois movimentam expectativas do mercado no futuro. Desta forma, no mercado, uma operação de derivativos normalmente tem quatro objetivos:

Proteção, alavancagem, especulação e arbitragem.

Hedge: é como se fosse um seguro de preço. Objetiva proteger o participante do mercado físico de um bem ou ativo contra variações adversas de taxas, moedas ou preços.

Alavancagem: os derivativos têm grande poder de alavancagem, já que a negociação com esses instrumentos exige menos capital do que a compra do ativo à vista. Assim, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, você pode aumentar a rentabilidade total deles a um custo menor.

Especulação: o mesmo que tomar uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado à vista. Nesse caso, o objetivo é operar a tendência de preços do mercado.

Arbitragem: significa tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto negociado em mercados diferentes. O objetivo é aproveitar as discrepâncias no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>.

<sup>47</sup> Disponíveis em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>.

Muitos movimentos do mercado financeiro nacional são de responsabilidade do investidor estrangeiro. Sua participação no mercado brasileiro fica notória quando, em momentos de risco econômico, crise sistêmica, como o atual cenário da crise europeia que abala os mercados, como também o da crise financeira norte-americana do subprime, os mercados de derivativos ganham força. O movimento especulativo do mercado de derivativos, força o mercado para cima ou para baixo, dependendo do lado que terá mais força. Em momento de incertezas, diante do risco internacional dos mercados, os investidores especulativos entram apostando na baixa, especulando na queda dos preços e vendendo derivativos, o que empurra ainda mais os mercados para baixo.

Estas especulações abalaram de tal forma o mercado financeiro e a economia europeia, a ponto do bloco europeu criar medidas para proibir os derivativos na zona do euro. A especulação e a grande massa de derivativos com opção de venda eram excessivas e aumentavam as perdas dos mercados. Esse fato demonstrou que o mercado, na ausência de uma regulação, não mede esforços para seus ganhos especulativos, ou seja, uma situação muito distinta da que se apresenta com o ISR.

Esta especulação levou os EUA também a criarem medidas contra os derivativos e sua plataforma de especulação sobre os ativos financeiros, pois levaram os mercados a altas volatilidades. A auto-regulação pelo mercado, como gostariam os economistas liberais, restringe-se de fato a uma postura meramente teórica, como estas medidas assim o demonstram, já que a necessidade de regulação se impõe.

O investidor clássico sempre procura o maior retorno sobre seu capital, representando um perfil próximo do modelo liberal do individualista maximizador. Esse tipo de investidor, muitas vezes apresenta perfil especulativo, apostando em derivativos que resultam em especulações que quando movimentadas em excesso e sem devido controle institucional podem criar profundas crises no sistema financeiro e contaminando toda economia do país e do mundo.

Em um dos seus livros mais conhecidos, *Can 'It' Happen Again?* (publicado originalmente em 1982), a palavra 'Ela' (It') a que se refere Hyman Minsky é a Grande Depressão dos anos 1930. Como se sabe este famoso economista pós-keynesiano formulou sua hipótese de fragilidade financeira, mostrando que economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crises, uma vez que a maioria dos agentes apresenta postura especulativa,

resultando em práticas de empréstimos de alto risco. O aumento da fragilidade financeira é produzido por um lento e não percebido processo de erosão das margens de segurança de firmas e bancos, em um contexto no qual o crescimento de lucros e rendas “validam” o aumento do endividamento<sup>48</sup>.

O aumento da fragilidade financeira na economia brasileira e no mercado financeiro do país é produzido por vezes sem levar em conta fatores de risco, como identificado pelo economista Hyman Minsky. O país vinha passando por um momento de forte crescimento o que acaba criando empréstimos de alto risco, que com o tempo terão grandes consequências ao país. Desta forma, no sistema financeiro a realidade se repete, e a intervenção de instituições para regular o mercado, são fundamentais para não ocasionar uma erosão das margens de segurança dos ativos negociados neste mercado e levar todo o sistema a uma fragilidade e possivelmente a uma crise.

A inspiração de Minsky obviamente veio de John Maynard Keynes que na Teoria Geral havia dito: “é uma característica notável do sistema econômico em que vivemos a de que está sujeito a severas flutuações do seu produto e emprego, mas não é violentamente instável (...) Uma situação intermediária, nem desesperadora nem satisfatória, é o nosso resultado normal”. Assim, Keynes sugere que o problema principal dos economistas não deveria ser explicar a flutuação, mas, sim, entender como um sistema tão simples não entra em colapso em função de suas próprias contradições. O que impede que o sistema seja “violentamente instável” é a existência de convenções e instituições, dentre as quais o governo<sup>49</sup>.

Desta forma, as instituições que regulam o mercado financeiro devem atuar de forma a controlar as oscilações que geram instabilidade pelas fortes especulações e maciça quantidade de derivativos que deturpam este mercado.

A novidade na crise atual é que temos uma crise das finanças desregulamentadas, ou seja, um mundo “livre”, de crescente globalização das relações financeiras entre países e de complacência com vários instrumentos financeiros sofisticados. Somente isto explica porque uma crise em um sub-segmento do setor imobiliário norte-americano (*subprime*) acabe resultando em uma crise financeira mundial

---

<sup>48</sup> Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-I.pdf>.

<sup>49</sup> Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-I.pdf>.

de grandes proporções (Disponível em:  
<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-I.pdf>).

O crescimento das relações internacionais entre países com o desenvolvimento da mundialização do capital e globalização econômica e financeira, aliado a uma estratégia político-econômica norte-americana em exportar para novos países entre os quais o Brasil, que abre sua economia para receber investimentos externos. Desta forma se inicia uma nova etapa para a economia brasileira como também para o mercado financeiro brasileiro, com grandes fluxos cambiais sendo então desenvolvidos entre o Brasil e os EUA.

As relações financeiras entre Brasil e EUA trouxeram ao primeiro país a possibilidade de um novo mercado para os investidores americanos aplicarem seu capital. Neste novo cenário, o investidor brasileiro teve que aprender e se adaptar diante dos novos movimentos gerados pela influencia do capital estrangeiro que inunda o país de tempos em tempos. Assim também, este novo mercado que surge com o crescimento da economia do país e que cria condições atrativas para os investidores, demanda ao mesmo tempo a atuação de instituições reguladoras. Sua ausência poderia repetir as crises dos mercados do subprime nos EUA ou da Europa.

O crescimento não regulado possibilita a criação de finanças desregulamentadas, pois os instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados geram um capital especulativo, derivado de ativos, que os agentes acabam por movimentar, mas não observando os verdadeiros riscos embutidos nestes derivativos, criando ainda mais volatilidade no mercado financeiro.

Os derivativos, assim como os investidores estrangeiros podem criar movimentos bruscos, voláteis, no mercado financeiro como o brasileiro, que ainda é considerado um mercado pequeno, comparando com o norte-americano. É possível compreender esta questão do poder especulativo que os derivativos podem exercer perante o mercado de capitais, quando acompanhado os vencimentos de opções, um tipo de derivativo. O pregão em dia de vencimento de opções é atípico, muito mais volátil e com grande movimento financeiro, maior que a média diária do mercado. Este mercado promissor tende a crescer a taxas exponenciais nos próximos anos no mercado de capitais brasileiro.

## 8.23 Mercado Financeiro e a Economia Verde

Diversos estudos e pesquisas vem sendo desenvolvidos como o publicado na revista Harvard Business Review Brasil (Outubro 2011), que sustentam que o mercado de capitais, pode ser um grande meio para modificar a forma do modelo de produção das empresas e sua atuação e relação com seus stakeholders. Afirma-se que as empresas terão que reedificar sua base de custos e adicionar custos que antes eram relegados à sociedade, como os sociais e ambientais. Desta forma seria necessário que as empresas estivessem cada vez mais uma gestão que de forma eficiente pudessem incorporar estes custos sem comprometer seus balanços. Essas novas orientações ocorrem no cenário onde a responsabilidade pelas ações sociais e ambientais e os correspondentes custos que elas representam é repassada às empresas por parte do Estado e isso tende a se intensificar. Inclusive, a adequação das questões sociais e ambientais se transforma cada vez mais em requisito comercial em negócios tanto internos como externos. No âmbito do comércio internacional, intensifica-se a necessidade de certificações de qualidade para a comercialização dos produtos produzidos pelas empresas.

Um estudo desenvolvido no mercado de capitais americano sobre o perfil de portfólios administrados por ISR, aponta que U\$1 em cada U\$10 administrados por um *asset management* – gestor de ativos ou de portfólio, tem algum componente de sustentabilidade. E este mercado cresce a uma taxa maior que o próprio mercado de capitais americano, resultando em uma variável de tempo hipotética, um mercado que todo e qualquer investimento terá que incorporar uma análise de governança social, ambiental na definição de um portfólio de investimento. Os investidores e gestores de portfólio com um perfil oposto do ISR terão que levar em conta mais informações na tomada de decisão do que as somente de cunho econômico, observando as relações da empresa com seus stakeholders e suas práticas de responsabilidade.

O FMI recomendou no dia 13/06/2012 um novo tipo de taxaço específico para empresas poluidoras:

O Fundo Monetário Internacional (FMI) recomenda que os países usem a tributação e a redução de subsídios como armas para tornar transparentes os custos socioambientais do padrão atual de crescimento global e levantar recursos que financiem o desenvolvimento sustentável. A receita, inovadora para um organismo multilateral que tem a estabilidade financeira como missão e o chamado

neoliberalismo em seu DNA, foi apresentada, nesta terça-feira, pela diretora-gerente do Fundo, Christine Lagarde, em evento sobre a Rio+20. Para o FMI, os governos deveriam criar taxas ambientais, adequar tarifas de licenciamento (por exemplo para exploração de recursos naturais) e estabelecer sistemas de emissão de “direitos de poluir”. O organismo multilateral lançou nesta terça-feira um e-book para servir de guia de implementação de políticas de negociação de carbono. Lagarde salientou ainda a importância de os países reduzirem subsídios a fontes de energia poluentes, como o carvão (...). Isso é para pontuar que se não há preço (para o uso de recursos), não há custo, pode-se desperdiçar. Então, atribuir o preço correto é algo crítico e no que o FMI pode ajudar — afirmou Lagarde, que participará da Rio+20. A diretora-gerente destacou duas vantagens da estratégia de usar o peso no bolso como mecanismo de conscientização e financiamento de iniciativas verdes. Por um lado, ao estabelecer um novo preço para o uso dos recursos, há o incentivo à mudança, com o desenvolvimento de novas tecnologias limpas e investimentos em eficiência energética e fontes renováveis. Isso terá impacto positivo sobre o crescimento e a criação de empregos. (...) O FMI não é uma organização ambiental, é uma instituição financeira internacional cujo objetivo é ajudar na estabilidade financeira do mundo. Mas não podemos ignorar o extenso sofrimento humano e a alocação deficiente de recursos que nos conduz ao caminho errado — disse Lagarde, que fez sua estreia no primeiro escalão do governo francês como ministra da Agricultura e da Pesca, período no qual o mercado de carbono da França foi iniciado<sup>50</sup>.

Nestes termos, o FMI sustenta que está trabalhando também em favor do desenvolvimento verde, que começa com uma retomada da estabilidade financeira mundial:

Lagarde afirmou ainda que o organismo está trabalhando junto com as Nações Unidas e o Banco Mundial para mensurar as reservas, os usos e os custos potenciais dos recursos naturais, uma espécie de PIB verde. A diretora-gerente não acredita que esta medida suplantará os indicadores tradicionais como referência, mas defendeu a

---

<sup>50</sup> Disponível em: <http://oglobo.globo.com/rio20/fmi-recomenda-uso-de-tributacao-para-financiar-desenvolvimento-sustentavel-5182330>.

iniciativa para aumentar a transparência da situação ambiental global e ajudar a formulação de políticas sustentáveis.

Para Lagarde, o caminho do desenvolvimento verde, porém, começa com o resgate da estabilidade financeira e do crescimento internacionais, ou seja, com a resolução da crise atualmente em curso<sup>51</sup>.

Na perspectiva acima esboçada, as discussões sobre sustentabilidade não poderiam mais ficar de fora das estratégias das empresas, pois o modo de produção, e os impactos que estas causam, poderiam criar um preço cada vez maior em suas contas, com novas taxas e multas. Criar-se-ia, assim, quase que uma obrigatoriedade por adequações sustentáveis por parte das empresas para não sofrerem com estas punições financeiras, refletindo negativamente no preço das ações no mercado financeiro.

Desta forma, a empresas que sofresse com punições terá seu lucro decrescido, o que seria analisado pelo investidor como algo negativo. Essa empresa teria sua imagem prejudicada no mercado financeiro e teria perda de valor, já que seria vista como uma empresa com potenciais riscos de perda no futuro, pois investidores que apostam no longo prazo, não teram tanta certeza em investir nela. Nessa lógica, se isso vir a se firmar, os reflexos do uso ou não da sustentabilidade pelas empresas terá efeito cada vez mais diretos para as empresas.

Afirma-se, também, que os investidores que investem em índices de ação de empresas com práticas sustentáveis desenvolveram uma melhor performance ou igual aqueles que investiram em índices de ações com empresas que não desenvolvem práticas sustentáveis.

O jornal Valor Econômico publicou, em 15/8, uma reportagem mostrando o avanço dos fundos com viés voltado para os critérios de responsabilidade social (SRI, na sigla em inglês). A matéria traz números da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) apontando que, do início deste ano até 8 de agosto, fundos de ações da categoria de sustentabilidade e governança renderam 13,69%, enquanto os do Ibovespa Ativo (Ibovespa tradicional) cresceram 5,55% e os do IBrX Ativo (fundos de ações de alta liquidez), 7,81%.

O professor Celso Leme, do Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Coppead) da UFRJ, afirmou

---

<sup>51</sup> Disponível em: <http://oglobo.globo.com/rio20/fmi-recomenda-uso-de-tributacao-para-financiar-desenvolvimento-sustentavel-5182330>.



nessa mesma reportagem que o desempenho citado atesta que aplicar em fundos responsáveis não é mais um ato de fé. Há evidências de que a rentabilidade deles é pelo menos igual à dos fundos tradicionais, se não maior, no longo prazo. Esse fato foi demonstrado por uma pesquisa feita por um mestrando do Coppead, Dimas Hartz Pinto, que avaliou o retorno e o risco de 11 fundos sustentáveis brasileiros, entre janeiro de 2006 e dezembro de 2010, abrangendo inclusive a crise de 2008.

A conclusão foi de que esses fundos ganharam por pouco das carteiras convencionais. Isso implica dizer que, sob a ótica meramente financeira, os fundos sustentáveis e os convencionais são iguais, rendem praticamente o mesmo. Isto é, quem aplicou em ações socialmente responsáveis ganhou dinheiro tanto quanto quem aplicou em papéis tradicionais. Só que, pensando além da matemática financeira, os fundos sustentáveis trouxeram benefícios para a sociedade, uma vez que levaram em conta os riscos socioambientais do investimento.

(...) Um indício de que os critérios socioambientais começam a ser aceitos para avaliar riscos nos investimentos é dado pelo JP Morgan. De acordo com reportagem do já citado The Guardian, os executivos do banco mudaram sua percepção e passaram a compreender esses critérios como oportunidade para o cliente. Com isso, as questões socioambientais deixaram de ser consideradas como “mata-negócios” e passaram a abrir novas perspectivas. Primeiro, porque essa avaliação representa uma consultoria gratuita, apontando os pontos de melhoria do projeto ou da empresa em relação a riscos socioambientais. Segundo, porque o crivo do banco equivale a um selo de qualidade para o avaliado, agregando valor à própria empresa, ao produto ou ao serviço comercializado.

(...) Se os fundos sustentáveis rendem o mesmo que os fundos tradicionais, então os bancos e os gestores de ativos não só não precisam se preocupar como também poderiam avançar com a adesão e a aplicação dos Princípios de Investimentos Responsáveis (PRI, na sigla em inglês) para análise de risco de todas as carteiras, fazendo com que esses princípios se tornassem os critérios gerais do mercado financeiro.

O mesmo pode ser dito a respeito da resolução do Banco Central sobre política socioambiental, em consulta pública, que vai ajudar a mensurar os impactos socioambientais dos

produtos e serviços ofertados e sua adequação às demandas dos clientes e usuários.

Ao adotar esses parâmetros, os outros fundos irão precificar os riscos socioambientais e isto terá impacto no custo do dinheiro para as empresas de maior risco, funcionando como “desincentivo” para determinadas atividades.

O que falta para a aplicação generalizada é a definição de um método para a valoração financeira do risco socioambiental.

Num mundo assombrado por crises econômicas e no qual as bolsas estão caindo, a adoção dos critérios socioambientais pode representar a sobrevivência do negócio e maior credibilidade do próprio setor financeiro<sup>52</sup>.

A pesquisa desenvolvida por Dimas Hartz Pinto (2011) aborda de forma clara o risco versus retorno na indústria dos fundos, analisando fundos tradicionais versus fundos com critérios de responsabilidade social, concluindo que a indústria de fundos ISR ainda dá seus primeiros passos para que, no médio prazo, possa se distinguir no mercado e, talvez atrair cada vez investidores social e ambientalmente engajados (p. 51).

Com base nesses argumentos até aqui tecidos, pode-se concluir que as diversas crises e mudanças ocorridas nos mercados financeiros fizeram com que o neoliberalismo que defende uma dinâmica de um mercado financeiro com livre circulação de capital, sem intervenção governamental, começasse a defender novas frentes para uma economia mais saudável para o futuro do sistema, com esse modelo de valoração dos riscos socioambientais. Assim, os critérios socioambientais passaram de repudiados pelos investidores e seus consultores, para potencialmente recomendados na esteira de uma iniciante e nova ferramenta de análise para os investidores do mercado financeiro.

Com o aumento do debate sobre essa economia mais sustentável e “verde”, surgem também no mercado novas análises críticas sobre algumas empresas que “fazem de conta” que desenvolvem a RSE, sendo identificadas como aquelas que usam a responsabilidade socioambiental como maquiagem verde ou *greenwash*, jargão utilizado no mercado para conceber valor publicitário sem haver de fato uma aplicação de práticas ambientais. Essa falta imagem de algumas empresas criaria, por outro lado, uma realidade de desconfiança para o investidor socialmente responsável que procura aplicações em empresas

---

<sup>52</sup> Disponível em: <http://www3.ethos.org.br/cedoc/da-para-ser-sustentavel-e-rentavel-ao-mesmo-tempo/#.UD5UW44sVQo>.

com um perfil consistente e comprometido com esses valores no mercado financeiro.

Considerando que a discussão sobre responsabilidade social tem que tomar como dado que as empresas cumprem com suas obrigações legais (tributárias, fiscais, trabalhistas, ambientais, etc.). A questão que se apresentará é se as empresas e/ou os empresários/executivos assumem alguma responsabilidade além daquelas exigidas por lei. Não faz sentido, portanto, denominar de responsabilidade social o cumprimento da lei.

Da mesma forma, não podemos chamar de responsabilidade social as ações, programas, benefícios, etc. que foram adotados pelas empresas como resultado de negociação trabalhista (acordo, convenção, etc). Neste caso, estamos diante de uma questão de poder, barganha política, e não de responsabilidade social.

Responsabilidade social, portanto, implica ações que vão além da “letra da lei” e que não resultam de um embate político com sindicatos ou organizações de trabalhadores. É, na verdade, apenas e necessariamente um conjunto de ações que vão além do que é requerido por lei, por obrigação ou por necessidade. (CHEIBUB e LOCKE, 2002, p.2).

As pesquisas sobre os benefícios diretos para as empresas da assunção de responsabilidade social empresarial não são conclusivas quanto ao fato de que seja do interesse imediato destes atores praticar essas ações. Disputa-se desde as formas de se avaliar o retorno de “investimentos sociais”, até o fato de que “fazer mais do que o exigido por lei” (em termos sociais dentro e fora das empresas) seja efetivamente uma ação socialmente responsável. Este último é o argumento dos produtivistas: se não traz retorno econômico para a empresa, ela estaria sendo socialmente irresponsável pois não estaria cumprindo satisfatoriamente sua função social - ser o mais produtiva possível - e, portanto, gerando os benefícios sociais que dela se espera. Do ponto de vista do retorno do “investimento”, portanto, os resultados dos estudos empíricos não são ainda suficientemente robustos para prover argumentos que se contraponham a visão produtivista de que uma empresa socialmente responsável é aquela que usa todos os meios (obviamente lícitos, legais, morais, etc) para ser a mais produtiva possível (CHEIBUB e LOCKE, 2002, p.7).

Apesar de toda essa visibilidade das novas posturas, seja através dos discursos ou ações, no mercado financeiro nacional o ISR ainda é uma minoria, por se tratar de uma prática de investimento pouco disseminada e para perfil de investidores qualificados, pois a maioria dos minoritários tem seu foco no lucro. Registra-se,

na hora de montar sua carteira de ações, o investidor minoritário, aquele que tem até R\$ 200 mil para aplicar em ações, só pensa em uma coisa: lucro. Eles estão errados? Claro que não. Mas a BM&FBovespa tenta provar que é preciso colocar outra peso nesta balança: a sustentabilidade. Para isso, a Bolsa mantém há quase cinco anos o ISE, o Índice de Sustentabilidade Empresarial, que lista um total de até 40 empresas reconhecidamente engajadas com ações sustentáveis. O índice considera que essas empresas geram valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais.

Essa demanda veio se fortalecendo ao longo do tempo no mercado internacional, e hoje é amplamente atendida por vários instrumentos financeiros. Por aqui, porém, o investimento não tem se mostrado tão atrativo quanto poderia.

“Por enquanto, poucos minoritários pensam em comprar ações de uma empresa sustentável. No máximo, eles querem saber se ela está no Novo Mercado”, diz o economista Clodoir Vieira, da corretora Souza Barros.

Vieira diz que há baixa procura por esse tipo de ação porque muitos desses investidores ainda são céticos. “Muita gente prefere ações da Sousa Cruz, por exemplo, porque quer empresas que cresçam, não importa como”, afirma.

O mesmo não acontece com os grandes investidores, como os fundos de pensão. Eles estão de olho, por exemplo, em como a companhia trata o meio ambiente. O Previ, fundo de previdência privada que pertence aos funcionários do Banco do Brasil, é um exemplo. “As ações de uma empresa que toma uma multa porque poluiu um rio podem 'desabar'. Se não estiver atento, um fundo grande como a Previ, que investe milhões de reais, pode perder muito dinheiro de uma hora para outra”, diz Vieira.

Para o diretor da Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), Luiz Maia, investir em empresas com preocupação socioambiental tem mais uma vantagem. “Elas oferecem menos

risco [econômico] do que uma empresa que não respeita o ambiente.”

Apesar da baixa procura, a direção da Bolsa acredita que uma hora este jogo vira. “Hoje os grandes investidores e os estrangeiros estão mais preocupados com a questão da sustentabilidade das empresas. Mas isso ainda vai chegar à pessoa física”, afirma a diretora de sustentabilidade da BM&FBovespa, Sonia Favaretto.

E, para isso, o melhor caminho talvez não seja o lucro. “O apelo para a adesão dos minoritários não precisa mais ser a lucratividade, porque as empresas sustentáveis já dão lucro. A atração tem de ser pelo tratamento que elas dão ao ambiente”, afirma Carolina Murphy, pesquisadora da Columbia University (EUA), onde fez mestrado em Desenvolvimento Econômico e Político.

Mesmo em meio ao turbilhão da crise financeira mundial, a rentabilidade do ISE em 2009 foi de 66,4% em relação ao ano anterior. Já o Ibovespa subiu 82,6% no período. Desde que foi criado, no final de 2005, até julho de 2009, o índice havia acumulado valorização de 53,9%. No mesmo período, o Ibovespa registrou ganhos de 71,6%.

De acordo com a Bolsa, o ISE é voltado para dois tipos de investidores. O primeiro é o pragmático, aquele que compra ações de empresas listadas em índices de sustentabilidade porque acredita que elas têm mais chances de permanecerem produtivas pelas próximas décadas e que sofrerão menos passivos judiciais.

O segundo é o engajado, que, por comprometimento pessoal, decide privilegiar as empresas que atuam com respeito a valores éticos, ambientais e sociais e não quer se envolver com empresas que poluem ou que têm problemas com direitos humanos<sup>53</sup>.

As causas que levam investidores a aplicarem em ativos, ações com perfil socialmente responsáveis, como investidor socialmente responsável – ISR, ou com perfil de investidor especulativo, preocupado apenas com a rentabilidade de seus ativos, remete a história e constituição social institucionalizada da bolsa de valores. A bolsa de valores é um ambiente naturalmente especulativo, apesar de que aos poucos surgem possibilidades para outros tipos de investidores, com perfil de longo prazo, como o ISR.

---

<sup>53</sup> Disponível em: Valor Online 15/03/10, De olho no lucro, pequeno investidor ignora apelo à sustentabilidade das empresas.

A lógica do mercado sustentável ganha força e tem influência sobre os investidores, mas a concepção que para investir com sustentabilidade este investidor deve “limitar o universo de empresas em que se pode investir” (HAVARD, 2001, p.27) parece ser o que é mais aceito no mercado. E, como o autor a seguir sustenta, pune-se o investidor consciente ao afetar sua rentabilidade.

Sempre que considerações não financeiras são levadas em conta, sobram menos empresas no bolo e algumas das de melhor desempenho financeiro são particularmente excluídas. Aliás, é bem possível que as mais rentáveis fiquem de fora, já que a saída mais fácil para melhorar os resultados é externalizar o máximo possível de custos para o planeta e a sociedade. E a desvantagem competitiva de fazer a coisa certa pode ser alta num setor no qual rivais não são punidos por agir de modo errado. Por isso que tanto candidato a investidor social se sente obrigado a escolher entre maximizar o retorno ou investir com consciência (HAVARD, 2011, p.27).

Esta é a grande questão envolvendo o investimento socialmente responsável ou sustentável, a escolha que o investidor desenvolve a partir de uma série de questões que envolvem seu perfil e modo de aplicar, com uma mentalidade individualista “votar com o bolso” (HAVARD, 2011, p.27) ou com responsabilidade, pensando nas relações e benefícios que o investimento sustentável pode trazer um ato altruísta.

Autores críticos à racionalidade individualista e voltada exclusivamente para o lucro pleiteiam por uma reformulação da ética atuante nos mercados financeiros. Para eles é necessária uma busca por um maior engajamento com temas sociais e ambientais. Nessa perspectiva as dimensões da sustentabilidade presentes no ISE e no índice baseado na governança corporativa poderiam colaborar com o desenvolvimento de uma nova postura mais cidadã, no sentido atribuído por Amartya Sen (2005), conforme exposto no corpo do texto. No entanto, cabe destacar também o que sustentamos com Roberto Grün (2005) na sua análise sobre a evolução dessas propostas que incorporam lógicas em choque, onde o hábitos de pensamento da precificação e da sustentabilidade, vão expor os limites dessa composição.

Assim, se por um lado são legítimas e necessárias as demandas corporificadas no índice de sustentabilidade empresarial – ISE, e de fato ocorrem certas mudanças, conforme verificamos ao longo de nossa pesquisa, por outro lado, o mercado financeiro tem suas bases

fortemente constituídas em um caráter individualista e financeiro especulativo.

A essência do capitalismo é a acumulação de capital, desenvolvendo mecanismos para que assim ocorra. O mercado financeiro é o meio central dos canais para disseminar o capital pelos diversos mercados mundiais, tendo em seu espírito a especulação e a cultura de acumulação.

O debate surgido com a sustentabilidade vem para alguns investidores abrir um canal possível de investimento em empresas socialmente e ambientalmente responsáveis. Isso de fato ocorre e estatísticas fornecidas em estudos feitos pela própria bolsa de valores trazem fortes indícios desse crescimento nos últimos anos. Mas, por outro lado, uma grande parcela de investidores enxerga o ISE apenas como mais um meio de aplicação e especulação para seu capital, procurando melhores remunerações para seus investimentos, pois esta é a cultura do modelo hegemônico presente nos mercados, do capitalista que na individualidade busca sempre maximizar seu lucro e diminuir o risco, como o caso do investidor estrangeiro que ainda representa mais da metade dos negócios na BM&FBovespa. Muitas vezes sendo responsáveis pela alta volatilidade no mercado de capitais brasileiro, ocasionando ainda mais movimentos especulativos no mercado.

O mercado financeiro brasileiro conquistou nos últimos anos muitos novos investidores, aumentando assim a liquidez dos ativos e o mercado como um todo. Estes que na sua grande maioria são pequenos investidores e com pouca qualificação entram no mercado com pouco conhecimento. Desta forma, podemos supor que aos poucos seu perfil vai ser moldado pela experiência de interação no mercado de ações. Muitos investidores nos primeiros sinais de perda de valor das ações, com a volatilidade do mercado em momentos de mercado instável, deixarão o mercado para dificilmente voltar. Aqueles que persistirem no mercado serão os investidores que no longo prazo poderão ter um maior engajamento e se houver um cenário cultural no mercado de ações que propicie uma formação de investidor mais responsável, talvez isso possa contribuir de forma mais efetiva com outro padrão de desenvolvimento, onde a perspectiva socioambiental esteja mais presente. Embora estejamos conscientes de que este argumento recém exposto se constitui numa mera aposta no futuro, mais próxima do desejo do que da realidade, já que hoje essa mudança parece inalcançável dada pouca disseminação e informação destes investimentos, e pela lógica individualista imperante neste campo, não seria tão pouco prudente

ignorar a possível influência que os novos movimentos socioambientais podem exercer sobre esta arena.

Com investidores mais responsáveis e engajados na procura de melhor rentabilidade para suas aplicações, o mercado financeiro brasileiro poderia ser um grande aliado para criar (forçar) mudanças nas empresas que não forem capazes de se desenvolver num sentido mais sustentável, antes que o mercado as desvalorize e percam competitividade, legitimidade e prestígio tanto do investidor como do consumidor final.

Em um caminho oposto a esta tendência amigável com as necessidades socioambientais, surge, no entanto outro ponto relevante no horizonte das pesquisas que tiverem por objeto o mercado financeiro. Trata-se do tema das inovações financeiras, as quais trazem uma nova dinâmica e forma do mercado ser operado, sem sujeitos. Com a entrada dos *algo-trading*, cria-se uma espécie de mecanismo tecnológico que movimentava volumes expressivos e em uma velocidade a qual o homem não tem capacidade de acompanhar. São modelos matemáticos formados para serem executados automaticamente que aos poucos provavelmente irão invadir o mercado brasileiro, pois já é uma realidade presente no mercado americano, transformando a forma dos mercados e o modelo de investimento dos investidores, retirando a decisão do investidor passando para a máquina, neste caso para um sistema computadorizado responsável por gerir o capital dos investidores. Diante disso, até que ponto a sustentabilidade poderá ter seu lugar ampliado ou resguardado no mercado financeiro?

Temos aqui um paradoxo. Por um lado parece que alimentar a via da sustentabilidade no mercado financeiro através do crescimento do investimento responsável poderia ser vista como uma possível forma para enfrentar a crise financeira com um custo socioambiental reduzido. Pois se a economia mundial não vai bem, as empresas precisam reduzir gastos e estes poderiam incidir sobre esses aspectos que tem impacto direto na questão da sustentabilidade socioambiental. Seja na utilização prudente dos recursos ambientais, seja na gestão responsável dos recursos humanos.

Por outro lado, parece que tudo caminha para reforçar um sistema que se alimenta na lógica do lucro rápido e individualista maximizador. Dentro do escopo desta lógica, reduzir os custos comprando matérias-primas não certificadas, contratando trabalhadores sem carteira assinada, não tratar os dejetos químicos e, investir em ações de maior rentabilidade sem considerar quaisquer outros fatores a não ser a lucratividade financeira e investir em novas tecnologias financeiras



excluindo inclusive os sujeitos, pode permitir a curto prazo satisfazer preços e lucro. No entanto, por outro lado estas práticas inserem as empresas em um ciclo de deterioração dos próprios recursos que por sua vez provoca escassez e elevação dos custos monetários. Sem falar dos altos custos socioambientais. Ou seja, por esta via, que é apenas uma fuga, acaba no longo prazo saindo muito mais caro e oneroso para quem a pratica.

Parece que tudo pode ser reduzido, então, a uma visão muito pragmática de negócio. Assim como o perfil dos investidores especulativos, ou aqueles que não seguem as práticas do ISR, a maioria das empresas tampouco operam sob uma cultura da sustentabilidade ou ISR. Esse é o entendimento de um dos cenários possíveis que esboçam Cheibub e Locke (2002), visualizando as empresas limitadas ao seu papel econômico, onde seu possível viés social decorre de uma escolha muito aleatória de acordo a seus interesses.

Cabe determinar, portanto, se temos algum fundamento ético, moral ou político para reivindicarmos que empresas e empresários assumam responsabilidades que vão além de suas obrigações legais e/ou de seus interesses econômicos imediatos?

Consideramos que não há, em princípio, base moral e política para que as empresas assumam responsabilidades sociais – como definidas aqui, i.e., ações que excedam suas responsabilidades legais e que não interesse, imediata e diretamente, aos negócios desenvolvidos por elas. Assim, não se pode ter expectativas legítimas de que as empresas assumam essas responsabilidades. Ninguém tem o direito de exigir que elas pratiquem alguma forma de RSE, logo não há a obrigação por parte delas de fazerem. Não temos fundamentos para exigir essas ações de empresas e empresários, de mesma forma que não os temos para exigir que professores, advogados, médicos, engenheiros, ou quaisquer outros grupos sociais excedam os ditames legais. Podemos louvar atos de filantropia e de responsabilidade empresarial, podemos até mesmo incentiva-los, mas o fundamental é que não temos o direito de esperar que empresários e as empresas sejam obrigados a praticar esses atos. Pelo menos não temos esse direito em relação as empresas enquanto não tivermos também o direito de esperar o mesmo para qualquer outro ator social.

Responsabilidade social empresarial, portanto, não é uma questão moral, mais sim de interesse econômico das empresas. Se lhes interessar, devem assumir mais funções

sociais. É analiticamente supérfluo e, talvez, até mesmo prejudicial inquirir sobre os motivos que levam empresas a assumirem determinadas responsabilidades sociais. Interesses ou valores, qual o determinante da RSE? Em nossa opinião, essa questão é política e moralmente irrelevante, além de mal formulada. As empresas podem e/ou devem ter responsabilidades sociais apenas se for de seu interesse; do interesse de seu negócio e trouxer benefícios para sua atividade, sua posição no mercado, etc. Apesar de ainda polêmico, há na literatura evidências mostrando que esse pode ser o caso, i.e., que empresas que adotam uma postura socialmente responsável auferem maiores benefícios que as que não o fazem. E estas são razões suficientes para que elas tenham políticas que expressem responsabilidades que vão além das exigências legais (CHEIBUB e LOCKE, 2002, p.8).

Essa constitui uma versão contundente sobre a eliminação de uma possível moralidade na ação empresarial relativa à responsabilidade social e ambiental. Visão esta defendida por CHEIBUB e LOCKE que partem da perspectiva da teoria social que as empresas são atores de um ambiente que a busca pelo lucro é o seu papel social. Pois com o lucro gerado as empresas geram empregos.

No entanto, como o debate está longe de esgotar-se, tem outros lados desta rica discussão e são estes mesmos autores que os trazem à baila. Ou seja, o papel social da empresa refere-se não aos possíveis motivos morais dos seus agentes, mas enquanto ela representa seu papel como ator social nesse campo que se cria entre mercado e sociedade civil.

As empresas na sociedade capitalista industrial, começando como pequenas indústrias capitalistas em ascensão com o início da revolução industrial na Inglaterra, passando pelos vários ciclos de transformações, até chegar no âmbito de como as conhecemos hoje. A sociedade sempre esteve envolvida e se transformando com elas neste processo, co-adjuvantes na construção do sistema capitalismo até a contemporaneidade. Desta forma, esta instituição, a empresa, foi e é responsável pelas maiores transformações perante as sociedades, tanto para o bem como para o mal destas

Este pequeno relato é importante para deixar claro que por mais que correntes teóricas queiram afastar a responsabilidade das empresas perante os impactos causados na sociedade, esta se torna uma tarefa difícil pela imensa e forte relação histórica que existe entre ambas.

A discussão da responsabilidade é tamanha que parece que aos poucos surge um afastamento do modelo hegemônico neoliberal que se expressa a partir da década de 1980. Esse modelo iniciado com Adam Smith no século XIX, que retorna ao centro do debate contemporâneo a partir dessa década de 1980, mas que hoje fica sob o foco da crítica quando surgem de forma premente às novas questões sobre ética e moral nas relações econômicas e nos mercados, visíveis, sobretudo a propósito das crises e dos novos discursos sobre sustentabilidade e/ou RSE.

Os liberais entendiam a economia e o mercado como fruto de um funcionamento natural, como o universo, segundo Smith, excluindo todas as demais relações. Registra-se, portanto, que a cultura liberal se desenvolveu renegando os debates clássicos sobre moral e ética. Então vieram os complexos modelos matemáticos desenvolvidos pela economia matemática de mercado.

Com Mandeville e Adam Smith, opera-se mais uma grande ruptura no universo ético da antiguidade. Agora, já não se trata de por a política longe da moralidade ordinária, como pretenderam fazer Maquiavel e Hobbes, mas de afastar a atividade econômica dos preceitos éticos e das leis que regem os demais setores da vida social. A economia passa a ser estudada como uma ciência exata, segundo o modo fixado no século XVII para a física e a astronomia, ou então, numa outra redução analógica, segundo o método aplicável em biologia. Em qualquer hipótese, portanto, como uma espécie de ciência da natureza, cuja estrutura é expressa em linguagem matemática.

(...) Adam Smith muito interessado pela astronomia, não hesitou em utilizar uma analogia astronômica para explicar a sua teoria do preço natural das mercadorias, correspondente, segundo ele, ao custo de produção. Assim, o desequilíbrio entre oferta e a demanda provocaria o aumento ou a redução do preço de mercado. O “preço natural”, explicou Adam Smith, é por assim dizer, o preço central, em torno do qual os preços de todas as mercadorias gravitam sem cessar.

(...) Faltava, porém, dar um embasamento filosófico a essa teoria natural da vida econômica, livre das injunções morais e religiosas. David Hume providenciou-o. Ao corrigir “excessos” de Mandeville, a ética de Hume, fundada não só na combinação equilibrada de egoísmo e altruísmo, considerados ambos como princípios naturais do ser humano, mas também na concepção utilitária da justiça, deu a Adam Smith a justificação necessária do predomínio da razão de mercado na vida sociopolítica. A civilização capitalista já

podia, assim, iniciar a sua ascensão triunfante em todo o orbe terrestre (COMPARATO, 2006, p.270 a 271).

Assim, após dois séculos do surgimento da teoria econômica liberal, tendo Adam Smith como seu fundador, e desenvolvida por outros diversos teóricos, passando por diversas transformações, rupturas, crises, surgindo os neoliberais, criando novas concepções para a corrente teórica liberal, esta considerada como *mainstream* até a crise de 1930 e depois, retomada sua importância a partir da década de 1980, parece, no entanto, aos poucos perder sua hegemonia. Os acontecimentos que se precipitam com o passar das diversas crises, como a do subprime em 2008, abalam ainda mais o modelo que tenta se reestruturar.

Evidentemente que o liberalismo não reinou triunfante, já que o modelo teórico keynesiano, surgido após a crise de 1929 na Inglaterra, combateu o *mainstream* liberal. Assim também o fizeram correntes teóricas neokeynesianas. O mote destas é a retomada do controle de mercado pelo Estado, ou seja, trazendo ao centro do debate a questão da regulação dos mercados. As crises do capitalismo sempre abalaram os alicerces do liberalismo, apesar dele persistir com força ideológica até hoje.

Hoje, os investidores de todos os mercados se deparam com novas conjunturas internacionais, com crises mais contínuas e profundas criando fortes especulações, em um sistema que por natureza necessita destas para se renovar e sobreviver, podendo ter um ponto de colapso segundo Marx.

Neste cenário, o ISR, constituiu uma iniciativa minoritária, desenvolvendo-se em um ambiente culturalmente especulativos, de apostas, onde o individualismo e a maior rentabilidade prevalecem. Será, então, necessário fortalecer uma rede de *multistakeholders* para criar uma potencial mudança na forma de investir dos investidores, dependendo de iniciativas de políticas de regulamentação nos mercados financeiros por parte das instituições governamentais. Estas deverão estar atentas à regulamentação da movimentação, entrada e saída, de capital estrangeiro do mercado brasileiro, deverão conter a forte especulação que o investidores estrangeiro pode causar, como também deverão incentivar empresas a desenvolverem processos mais responsáveis criando maior leque de empresas com padrões responsáveis, como também deverão criar políticas desenvolvidas por instituições públicas (como CVM, CBLC), em conjunto com a participação de grupos financeiros incentivando o investimento

responsável (bancos de investimento, fundos de investimento, fundos de previdência, corretoras de valores e etc.), e em sintonia com a sociedade civil organizada (a partir de associações como ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), fundações, instituições (como IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, INI – Instituto Nacional do Investidor, Instituto ETHOS de Empresas e Responsabilidade Social e etc.), com organizações não-governamentais, com órgãos nacionais e internacionais de regulamentação, fiscalização e padronização para investimentos responsáveis e sustentáveis (como PRI – Principles for Responsible Investment e GRI – Global Reporting Initiative em parceria com UNEP – Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente), com empresas sem fins lucrativos (como BM&FBovespa) entre outras. Para com esta rede de *multistakeholders* lançar novas práticas nos mercados, incentivando e educando o investidor para a aplicação em empresas responsáveis, possibilitando a criação de uma nova cultura de investimento.

Todas essas mudanças poderão vir a ser significativas, mas nunca esquecendo que para entender a bolsa como lugar específico, um dispositivo de mercado e um espaço social, de construção social, desta forma como dizia Max Weber em 1986: “a bolsa não pode ser um clube de cultura ética. Os capitais dos grandes bancos já não são melhores que os fuzis e os canhões<sup>54</sup>”.

Com a Sociologia Econômica, é possível verificar e analisar as relações das mais diversas instituições e dos indivíduos envolvidos nas relações econômicas de forma crítica,

(...) uma vez que a teoria permite enxergar os indivíduos e as instituições com historicidade, como agentes que disputam espaços e capitais, adaptando-se às mudanças sociais e econômicas do campo em que eles podem se declarar expressamente interessados (DORMUNDO, 2008, p.181).

No mercado financeiro, mais especificamente na bolsa, as disputas, ou lutas simbólicas são necessárias, fazendo parte da alma, da cultura dos mercados de capitais.

Segundo Bourdieu (2005c), não é possível ignorar as lutas simbólicas que estão presentes nos diferentes campos da vida social, pois o que está em jogo é a própria capacidade de representação dos agentes no mundo social e, sobretudo, a

---

<sup>54</sup> Le Monde Diplomatique Brasil, 2012, p.30.

hierarquia existente no seio de cada um dos campos e entre os diferentes campos. Os agentes estão definidos pela sua posição no espaço social, por isso eles buscam força e poder que lhes garantam possibilidades de ganhos no campo, pois conquistar capital é uma forma de se garantir nesse meio (DORMUNDO, 2008, p.62).

O mercado é constituído por lutas simbólicas, de investidores entre seus pares, de instituições contra instituições, empresas contra empresas, empresas contra instituições, sempre em busca da máxima para a qual este mercado foi criado e desenvolvido, a busca pelo capital, por meio do lucro derivado das rentabilidades acumuladas.

Desta forma, este mercado que se situa

(...) na confluência da racionalidade estatal com as lógicas de mercado, a Bolsa, é, ao mesmo tempo, um lugar, um dispositivo de troca e um espaço social. (...) A Bolsa é, portanto, um espaço social atravessado por uma luta dupla: a troca e os termos dessa troca. A confrontação entre interesses dissonantes depende muito da intermediação. Agentes (hoje, os bancos) realizam, por meio de comissão, as transações dos que dão ordens de operação na Bolsa, mas que não querem ou não podem lutar diretamente pela troca e seus termos. Esses intermediários são concorrentes entre si e disputam as ordens de compra e venda. Para fazer prevalecer suas posições, investem em estratégias particulares e coletiva inscritas nas relações de força que, para além da Bolsa propriamente dita, estruturam um espaço financeiro, subespaço do campo do poder nacional. Nesse espaço onde se disputa o poder sobre os diferentes poderes, definem-se as condições da autonomia e a capacidade de ganho dos financistas. Trata-se de um lugar financeiro que compreende de fato instituições e agentes públicos e privados (bancos, seguradoras, a empresa gestora da Bolsa, empresas cotizadas, gestores de ativos, autoridades de regulação, bancos central e ministérios – porque sempre estão em rivalidade com outros espaços na perpetuação das atividades financeiras, de investimento, intermediação ou gestão – e concorrentes em suas práticas profissionais e na definição de modos de funcionamento. A imposição de determinada organização de atividade em vez de outra é a forma de assentar uma posição, e a do ofício correspondente, contra as de outros interventores.

Entender a Bolsa como um lugar específico, um dispositivo de mercado e um espaço social impede referir-se a ela como

o mercado por excelência. A plena compreensão das atividades financeiras obriga a restituir as dimensões sociais – ou seja, conflituosas e irredutíveis à perseguições, dos agentes e suas práticas. As condições de constituição e funcionamento de uma Bolsa são, portanto, produtos das histórias locais cujas camadas sedimentares formam a base do solo financeiro onde repousa. A longa duração dessa instituição não quer dizer que ela siga igual; revela, antes, as forças contrárias que (des) constroem mobilidade<sup>55</sup>.

Como o mercado é uma construção social “nada mais proveitoso para as finanças do que construir um produto que capitalize poder simbólico tirando proveito da influência social”, como diria Polany (2000). Ou ainda, na esteira deste mesmo autor,

Aquilo que é ineficaz para parar uma linha de desenvolvimento não é, por isto mesmo, totalmente ineficaz. O ritmo da mudança muitas vezes não é menos importante do que a direção da própria mudança; mas enquanto essa última frequentemente não depende da nossa vontade, é justamente o ritmo no qual permitimos que a mudança ocorra que pode depender de nós. (p.55)

Afinal, pode ser que nem todas essas mudanças no âmbito dos mercados ligados à bolsa e seus novos índices, caiam no vazio social.

---

<sup>55</sup> Le Monde Diplomatique Brasil, 2012, p.28 e 29.





## 9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa, desenvolvida sobre a problemática da responsabilidade social empresarial ou investimento socialmente responsável no mercado financeiro, tendo como pano de fundo o ISE, dada a sua complexidade e a relativa novidade das ações e discursos que se tecem em torno dela, demanda um estudo muito mais demorado e aprofundado do tema. Portanto, nesta pesquisa não pretendemos dar uma resposta conclusiva às nossas hipóteses, mas trazer subsídios ao tema tratado visando levantar questões a serem respondidas em pesquisas futuras. No entanto, pensamos que este estudo nos permitiu trazer algumas pistas interessantes para nossas indagações.

O mercado financeiro surgiu para ser uma grande arena de negociação, onde os investidores buscam a melhor rentabilidade para seu capital, por vezes com interesses parecidos ou difusos, entre compradores e vendedores.

Por mais que as relações socioambientais, de sustentabilidade e responsabilidade social tenham ganhado grandes proporções nas últimas décadas, os indícios do mercado financeiro ainda nos levam a comentar que este ainda é um mercado pouco modificado e pouco voltado sobre as questões da RSE, com investidores conservadores em relação a mudanças. O comportamento dos investidores predominante nos mercados financeiros, ainda tem muito da cultura rígida e pesada de Wall Street, o maior mercado financeiro do mundo. As leis básicas dos mercados financeiros ainda rezam o ganha-perde, entre compradores e vendedores, estando distantes de uma relação ganha-ganha, que seria mais coincidente com uma matriz de pensamento que combina a ética ao desenvolvimento sustentável.

A pesquisa levantou informações que por via destas revelam que a cultura da sustentabilidade ainda não vigora no mercado financeiro brasileiro, e também vigora pouco no internacional, mesmo em Wall Street, onde os índices de sustentabilidade movimentam trilhões de dólares. A perspectiva do investidor ainda é muito individualizada, pois esta é a lógica de operar do mercado financeiro, maximizar os lucros e minimizar as perdas.

Uma das inovações do mercado de capitais refere-se aos índices que incorporam os requisitos da governança corporativa que hoje já colocam tópicos de sustentabilidade como pré-requisitos. De fato a governança corporativa conquista o interesse dos investidores, mas a estes parece interessar, sobretudo às condições de menor risco da sua rentabilidade do que necessariamente a sua fidelidade a princípios de

uma opção responsável. Apesar de que nota-se certa estabilidade nestes índices sustentáveis, a cultura mais conservadora parece imperar diante de mercados emergentes vistos preferencialmente, ainda, como de curto prazo. As regras e padrões determinados pelo ISE são de interesse do investidor, pois mais transparência esta empresa terá, como também mais informações, de mais qualidade e concisas, tendo também a empresa mais credibilidade e confiança frente ao mercado diante da incorporação de critérios de responsabilidade social e ambiental que cada vez ganham mais legitimidade junto à sociedade. Todos esses pontos constituem atrativos para os investidores, mas também neste caso, a cultura de altas rentabilidades e especulação no mercado financeiro ainda lideram com grande margem os investidores.

Após as considerações feitas até aqui sobre o mercado financeiro e sua vinculação com os pressupostos da chamada economia verde, pode ser observado que uma enorme rede de relações de empresas e de investidores, assim como organismos nacionais e internacionais, além de governos, todos são influenciados assim como podem influenciar esta trama. Ficou bastante evidente que todos os movimentos que se criam em torno dessas novas formas de investimentos e os pressupostos que os sustentam podem vir a modificar aos poucos a realidade dos mercados e dos tipos de investimentos. No entanto, apesar dos indícios de crescimento de interesse pelas novas formas de aplicação que incorporam esse fundamento ético, o cenário se afigura sujeito à lucratividade e muito impreciso ao futuro sobre as possíveis conquistas morais. Assim, essa adesão pela questão moral fica sujeita às incertezas da lucratividade do próprio mercado capitalista e às possibilidades políticas de uma maior ou menor regulação.

## 10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS

ABE, Mirian Mayumi. **A crise de 2008 e seu impacto em países economicamente dependentes de commodities**, 2011.

ARRUDA, José Jobson do Nascimento. **A florescência tardia**: bolsa de valores de São Paulo e mercado global de capitais (1989-2000). Bauru, SP: Edusc, 2011.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHEIBUB, Zairo B. e LOCKE, Richard M. **Valores ou interesses?** Reflexões sobre a responsabilidade social das empresas. Rio de Janeiro: FAPERJ, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ética**: direito, moral e religião no mundo moderno. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de Capitais**: uma trajetória de 50 anos. 2 ed.: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007.

DIAS, Edson Aparecido e BARROS, Lucas Ayres. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**: O impacto do anúncio da Carteira e o Retorno ao Acionista. Rio de Janeiro, 2008.

DORMUNDO DIAS, Netanias. **Fundos de investimentos éticos no Brasil**: “valores financeirizados?”. Florianópolis, 2008.

ETHOS (2005)

[http://www.ethos.org.br/\\_Uniethos/Documents/RevistaFAT03\\_ethos.pdf](http://www.ethos.org.br/_Uniethos/Documents/RevistaFAT03_ethos.pdf)

FARAH, Marta F. S. **Parcerias, novos arranjos institucionais e políticas públicas no nível local de governo**. RAP – Revista de Administração Pública: São Paulo, v. 35, no 1, p.119- 145, jan./fev., 2001.

FERRARI FILHO, Fernando; SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira da. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande Depressão**: uma análise comparativa. Rio de Janeiro, 2011.

FRANK, Thomas. **Deus no céu e o mercado na terra**. Rio de Janeiro: Record, 2004.

GONÇALVES JUNIOR, Walter. e EID JÚNIOR, William. **A atividade do capital estrangeiro na BM&FBOVESPA**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GRUN, Roberto. **Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira**. RBSC, v.18, n.52, 2003.

GRUN, Roberto. **Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil**. RBSC, v. 20, n.58, 2005.

HARTZ PINTO, Dimas. **Investimento Socialmente Responsável: análise de desempenho de fundos nacionais**. Rio de Janeiro, 2011.

HARVEY, David. **O enigma do capital: e as crises do capitalismo**. São Paulo, SP: Boitempo, 2011.

HAVARD Business Review Brasil, São Paulo, v. 89, n. 10, Outubro 2011, p. 22 – 32.

HOLTHAUSEN, Carlos. **Desenvolvimento Sustentável**. Florianópolis, SC: Cuca Fresca, 2002.

IGLESIAS, Henrique. Los nuevos desafíos éticos. In: **La agenda pendiente de América Latina**. Bernardo Kliksberg, org.), Buenos Aires e México D.F.: Fondo de Cultura Econômica, Banco Interamericano de Desarrollo, 2005.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda** (General theory of employment, interest and money). Tradutor: CRUZ, Mário Ribeiro da. São Paulo: Editora Atlas, 1992.

Le Monde Diplomatique Brasil. **Dossiê 10: quem manda no mundo**. Ano 2, julho/agosto, 2012.

MARCONDES, Adalberto Wodianer e BACARJI, Celso Dobes. **ISE – Sustentabilidade no mercado de capitais**. Report Editora, 1º Edição, São Paulo, 2010.

MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e sociologia econômica**. São Paulo: EdUFSCar, 2009.

MARX, Karl. **O Capital**. Crítica da economia política. Edição Online, ed. 1, v. 1, 2010.

MATTEDI, Cécile Raud-. **A construção social do mercado em Durkheim e Weber**: análise do papel das instituições na sociologia econômica clássica. RBCS, v. 20, n. 57, 2005.

MELO, Mauro Martini de. **Capitalismo versus Sustentabilidade**: o desafio de uma nova ética ambiental. Florianópolis: Editora da UFSC, 2006.

MELLO, Cristina Helena Pinto de; PORTUGAL JÚNIOR, José Geraldo. **Economia: pensamento e ação**. São Paulo: LCTE Editora, 2009.

MINELLA, Ary Cesar. **Construindo hegemonias: democracia e livre mercado (atuação do NED e do CIPE na América Latina)**. Caderno CRH, v. 22, n. 55, p. 13-40, Salvador, 2009.

MONTIBELLER FILHO, Gilberto. **O mito do desenvolvimento sustentável**: meio ambiente e custos sociais no moderno sistema produtor de mercadorias. 2. ed. Rev. Florianópolis: Editora da UFSC, 2004.

MORAES, Reginaldo. **Neoliberalismo: de onde vem, para onde vai?** São Paulo: SENAC, p.10-66, 2001.

MULLER, Lúcia Helena Alves. **Mercado exemplar**: um estudo antropológico sobre a bolsa de valores. Porto Alegre, RS: Zouk, 2006.

OLIVEIRA, José A. P. **Empresas na sociedade**: sustentabilidade e responsabilidade social. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2008.

SINGER, Paul. **Para entender o mundo financeiro**. São Paulo: Contexto, 2000.

PEREIRA, Eder J. de A. Leão e URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. **Hipótese dos mercados eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação:** por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. Pesquisa e debate, SP, volume 22, número 1, p. 135-155, 2011.

POLANYI, Karl. **A grande transformação.** As origens de nossa época. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

REICH, Robert B. **Supercapitalismo:** como o capitalismo tem transformado os negócios a democracia e o cotidiano. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ROCCA, Carlos Antonio. **Revolução no mercado de capitais do Brasil:** o crescimento recente é sustentável?. Rio de Janeiro: Elsevier: IBMEC, Mercado de Capitais, 2008.

SACHS, Ignacy. **Ruma à ecossocioeconomia:** teoria e prática do desenvolvimento. São Paulo: Cortez, 2007.

SARTORE, Marina de Souza. **Em direção a uma sociologia do ISE.** Pensamento Plural, julho/dezembro, 2011.

SARTORE, Marina de Souza. **O papel do índice de sustentabilidade na criação do mercado de investimento socialmente responsável no Brasil.** VII Workshop Empresas, Empresários e Sociedade, Maio, 2010.

SEN, Amartya. Los nuevos desafíos éticos. In: **La agenda pendiente de América Latina.** Bernardo Kliksberg, org.), Buenos Aires e México D.F.: Fondo de Cultura Económica, Banco Interamericano de Desarrollo, 2005.

SEN, Amartya. **Sobre ética e conomia.** São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

STEINER, Philippe. **A sociologia econômica.** São Paulo: Atlas, 2006.

SWEDBERG, Richard. **Sociologia econômica:** hoje e amanhã, pp. 7-34. Tempo Social, Revista de Sociologia da USP, v. 16, n. 2, 2004.

TINOCO, João E. P. **Balço social**: uma abordagem da transparência e da responsabilidade pública das organizações. São Paulo: Athas, 1 a Ed. 3a reimpr., 2006.

WEBER, Marx. **A Bolsa**. Relógio D'Água Editora, 2004.

### **Sítios consultados**

**[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_indices.a.sp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_indices.a.sp)**> Acesso em: 20/10/2011.

**<http://www.gvces.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=63>**> Acesso em: 03/02/2012.

**<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>**> Acesso em: 03/02/2012.

**<http://www.investmax.com.br/iM/content.asp?contentid=567>**> Acesso em: 30/01/2012.

**<http://www.ini.org.br/Relatorios/blog2011/20110103/Impacto%20do%20investidor%20estrangeiro%202010.pdf>**> Acesso em: 30/01/2012.

**<http://www.economist.com/node/14301663>**> Acesso em: 26/10/2011.

**[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_NovoMercado.pdf)**> Acesso em: 13/02/2012.

**<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobiliáriosBrasileiro/HistóriadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>**> Acesso em: 30/11/2011.

**<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>**> Acesso em: 28/11/2011.

**<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno2.asp>**> Acesso em: 02/12/2011.

**[http://www.ethos.org.br/ Uniethos/Documents/RevistaFAT03\\_ethos.pdf](http://www.ethos.org.br/Uniethos/Documents/RevistaFAT03_ethos.pdf)**> Acesso em: 30/03/2012.

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BMFVOVESPA-Relatorio-Anual-2010.pdf> > Acesso em: 02/04/2012.

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-ISE-5-anos-MONZONI.pdf> > Acesso em: 06/10/2011.

<http://gvc.es.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=63> > Acesso em: 03/02/2012.

[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_NovoMercado.pdf) > Acesso em: 02/11/2011.

<http://isebovespa.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=20> > Acesso em: 02/11/2011.

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/relatorio-anual/relatorio-anual.aspx?idioma=pt-br> > Acesso em: 01/11/2011.

[http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/novo-mundo/2012/Bolsa-adota-iniciativa-de-Relate-ou-Explique-para-relatorios-de-sustentabilidade-20120206.asp?noticiaID=88&canalID=2&Titulo=Bolsa adota iniciativa de Relate ou Explique](http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/novo-mundo/2012/Bolsa-adota-iniciativa-de-Relate-ou-Explique-para-relatorios-de-sustentabilidade-20120206.asp?noticiaID=88&canalID=2&Titulo=Bolsa%20adota%20iniciativa%20de%20Relate%20ou%20Explique) > Acesso em: 19/04/2012.

<https://www.globalreporting.org/languages/Portuguesebrazil/Pages/default.aspx> > Acesso em: 19/04/2012.

<https://www.globalreporting.org/network/regional-networks/gri-focal-points/focal-point-brazil/Pages/default.aspx> > Acesso em: 19/04/2012.

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guia-de-sustentabilidade.pdf> > Acesso em: 21/04/2012.

<http://www.bmfbovespa.com.br/novo-valor/pt-br/gestao.asp> > Acesso em: 04/05/2012.



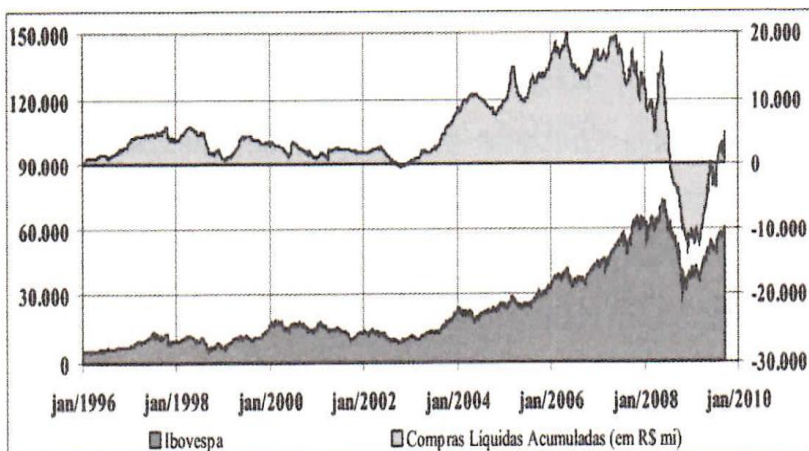
**<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-I.pdf>** > Acesso em:  
23/05/2012.

**<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>** > Acesso em:  
22/05/2012.

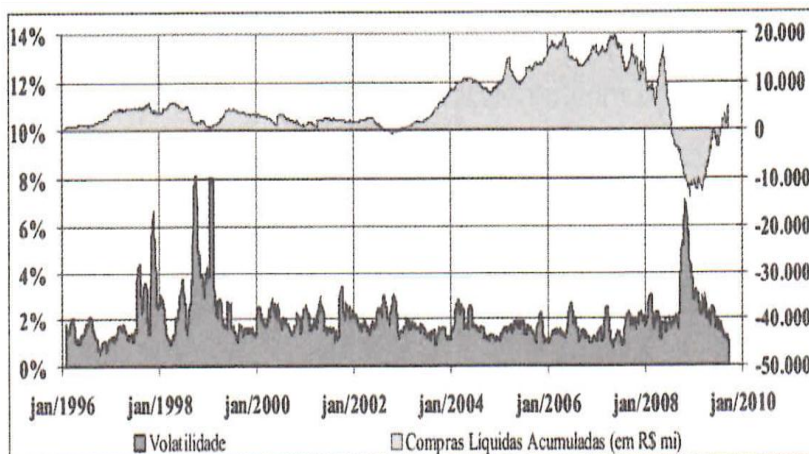
**<http://www.caixa.gov.br/Voce/poupanca/historia.asp>** > Acesso em:  
10/11/2012



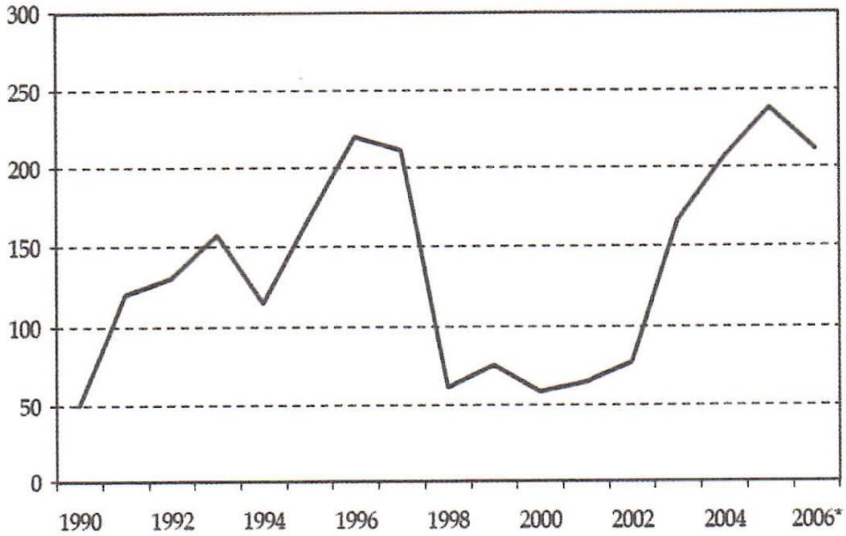
## 11. ANEXOS:



Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.31

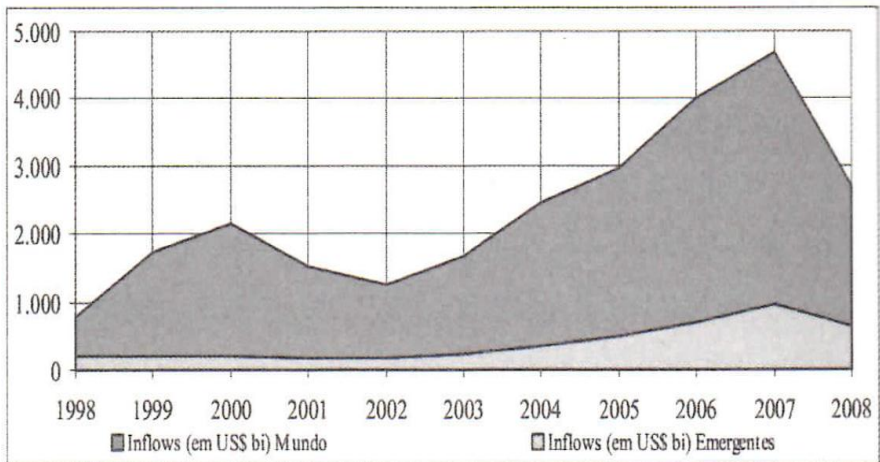


Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.31



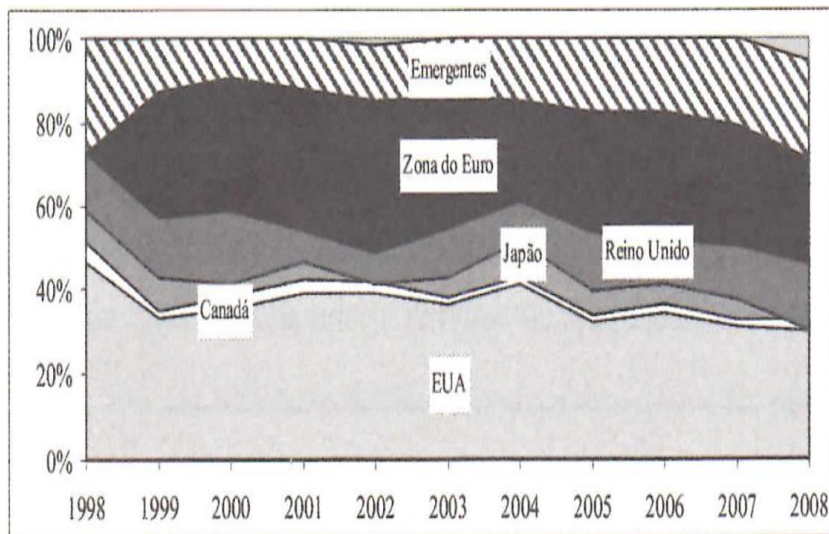
**Gráfico 3: Fluxos privados totais, líquidos, para países em desenvolvimento, US\$ bi**  
 Fonte: Biancareli (2007)

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.31



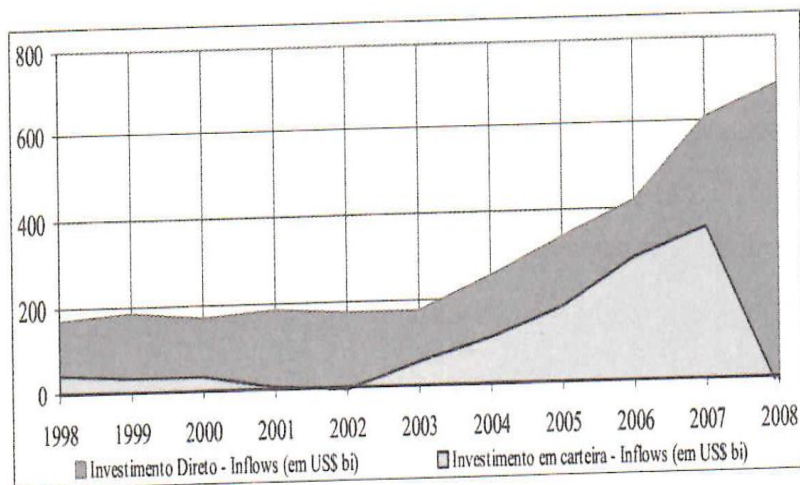
**Gráfico 4: Fluxos de investimento (em carteira e direto, somados) no mundo com destaque aos países emergentes.** Fonte: *Global Financial Stability Report* – FMI - abril de 2010 (dados trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.32



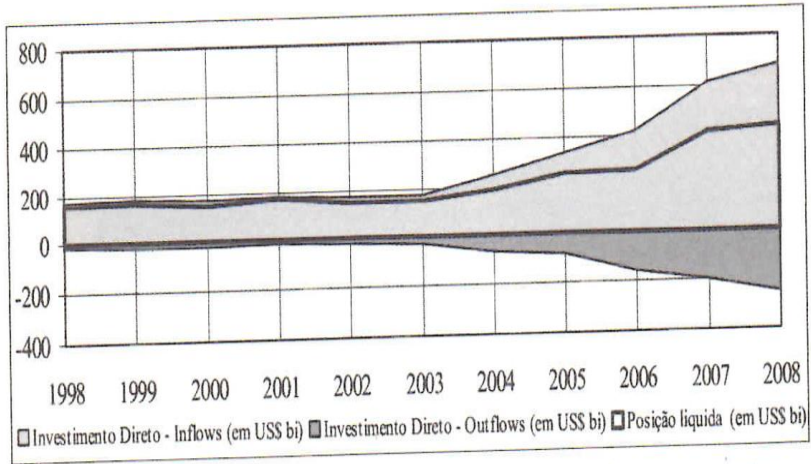
**Gráfico 5: Participação relativa dos grandes mercados no total dos fluxos (ingresso direto e em carteira).** Fonte: *Global Financial Stability Report* – FMI, abril de 2010 (dados anuais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.32



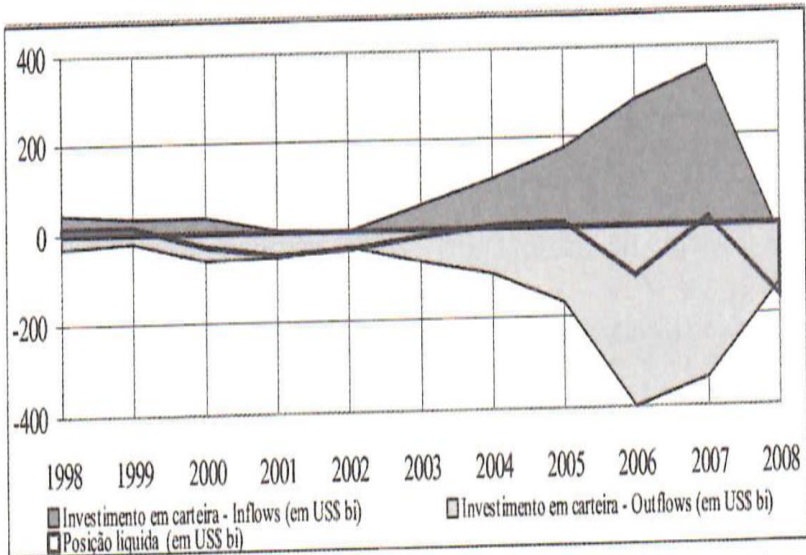
**Gráfico 6: Investimento direto e em carteira nos países emergentes (ingresso).** Fonte: *Global Financial Stability Report* – FMI - abril de 2010 (dados anuais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.34



**Gráfico 7: Fluxos de ingresso, saída e posição líquida dos investimentos diretos nos emergentes.**  
 Fonte: *Global Financial Stability Report* – FMI - abril de 2010 (dados anuais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.35



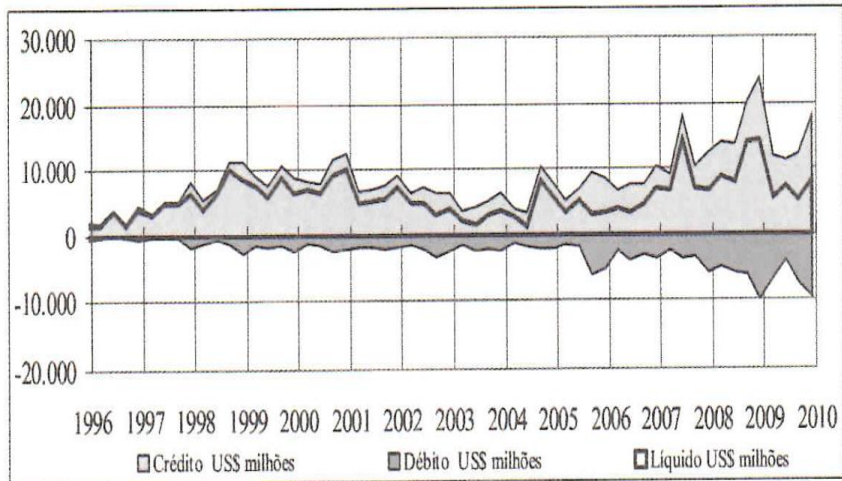
**Gráfico 8: Fluxos de ingresso, saída e posição líquida dos investimentos em carteira nos emergentes.**  
 Fonte: *Global Financial Stability Report* – FMI - abril de 2010 (dados anuais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.35

Tabela 1: Resumo com as principais medidas liberalizantes desde o final da década de 80

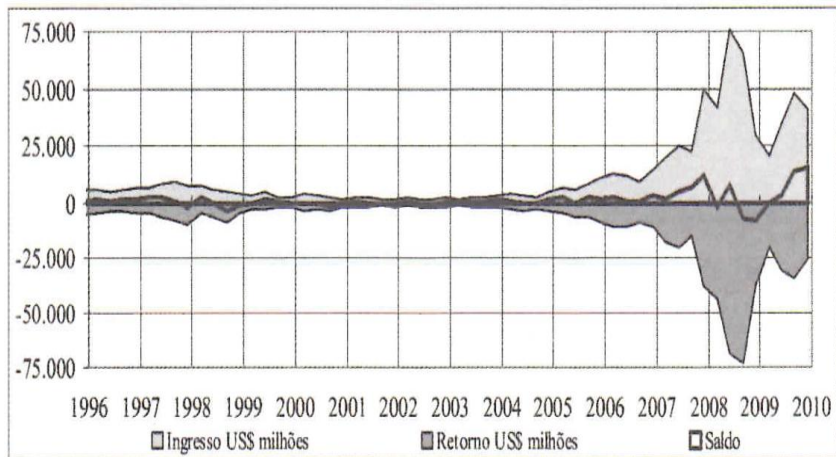
Medida	Ementa	Sentido
Resolução 1.289/87	Cria os Anexos I, II e III e permite modalidades de investimento estrangeiro no Brasil em títulos e valores mobiliários desencadeando o ingresso de capitais estrangeiros.	<i>inward</i>
Resolução 1.552/88	Cria o MCTF, amplia o acesso dos agentes à moeda estrangeira e legaliza operações antes cursadas à margem do mercado oficial.	
Resolução 1.832/91	Aprova o Anexo IV à Resolução 1.289/87, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico.	<i>inward</i>
Resolução 1.927/92	Aprova o Anexo V à Resolução 1.289/87, permitindo o investimento de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de DRs.	<i>inward</i>
Resolução 1.946/92	Altera sistemática das "contas CCS", permitindo o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes.	<i>inward</i>
Resolução 2.028/93	Cria os fundos de renda fixa – capital estrangeiro ("Anexo VI").	<i>inward</i>
Resolução 2.111/94	Possibilita aplicação de residentes no exterior via Flex.	<i>outward</i>
Resolução 2.148/95	Amplia para o setor agropecuario as possibilidades de repasse de funding externo – "63 caipira".	<i>inward</i>
Resolução 2.170/95	Amplia as modalidades de repasse de recursos externos para o setor imobiliário.	<i>inward</i>
Resolução 2.312/96	Amplia às empresas exportadoras o funding externo.	<i>inward</i>
Resolução 2.682/99	Permite às IFS captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico.	<i>inward</i>
Resolução 2.689/00	Libera aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiros e de capitais disponíveis no país.	<i>inward</i>
Resolução 2.770/00	Consolida mudanças relativas à emissão de títulos no exterior abolindo exigências prévias de autorização e direcionamento de recursos externo.	<i>inward</i>
Circular 3.027 (22.2.2001)	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações.	<i>inward</i>
Circular 3.037 (1.6.2001)	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior (consolidada na Circular 3.280/05).	<i>Outward</i>
Decisão-CJ 9 (20.7.2001)	AutORIZA as DTVMs a intermediar operações no MCTF.	<i>In/Out</i>
Circular 3.075 (7.1.2002)	Estabelece procedimento para pagamento em moeda estrangeira efetuado por residente no exterior a residente no país em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro (permite pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9.826, art. 6º, consolidada na Circular 3.280/05).	<i>Inward</i>
Decreto 4.296 (10.7.2002)	Disciplina a não-incidência da CPMF sobre operações com ações de investidores estrangeiros relativas a entradas no país e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados em operações e contratos negociados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado.	<i>In/Out</i>
Circular 3.187 (16.4.2003)	Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível.	<i>Outward</i>
Lei 10.755 (3.11.2003)	Estabelece multa sobre pagamentos de operações de importação e dá outras providências (dá mais autonomia ao agente, reduzindo penalidades).	<i>Outward</i>
Resolução 3.203 (18.6.2004)	Dispõe sobre abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileiras que se encontrem temporariamente no exterior.	<i>Inward</i>
Resolução 3.217 (1.7.2004)	Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.	<i>Outward</i>
Circular 3.249 (2.8.2004)	Simplifica, adequa e atualiza a regulamentação cambial com relação a pagamentos de serviços de transporte internacional.	<i>In/Out</i>
Resolução 3.250 (16.12.2004)	AutORIZA investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de doação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira.	<i>Outward</i>
Circular 3.280 (16.3.2005)	Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) e extingue a CNC.	<i>In/Out</i>
Resolução 3.844 (23.03.2010)	Dispõe sobre o capital estrangeiro ingressado ou existente no País, em moeda ou em bens, e seu registro no Banco Central do Brasil, aí incluído o registro das movimentações financeiras com o exterior.	<i>In/Out</i>
Circular 3.491 (24.03.2010)	Desburocratiza regras e procedimentos dispersos em 60 normativos (entre resoluções, circulares e cartas-circulares), integralmente revogados. Além disso, revoga cerca de outros 320 normativos na prática inaplicáveis, em desuso ou desatualizados mas até então vigentes.	<i>In/Out</i>
Resolução 3.845 (23.03.2010)	Faculta às companhias residentes no País emissoras e/ou ofertantes de Depositary Receipts (DR) a manter no exterior o produto da sua alienação, não aplicável no entanto às instituições financeiras.	<i>Outward</i>
Circular 3.492 (24.03.2010)	Estabelece condições para o registro dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiro e de capitais.	<i>In/Out</i>
Circular 3.493 (24.03.2010)	Atualiza o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), dando continuidade ao processo de aperfeiçoamento do mercado de câmbio brasileiro.	<i>In/Out</i>

Fonte: Laan (2007), adaptado e atualizado para algumas recentes modernizações da regulamentação vigente.



**Gráfico 9: Fluxos de ingresso, saída e posição líquida dos investimentos diretos no Brasil.**  
 Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais (dados trimestrais trabalhados pelo autor).

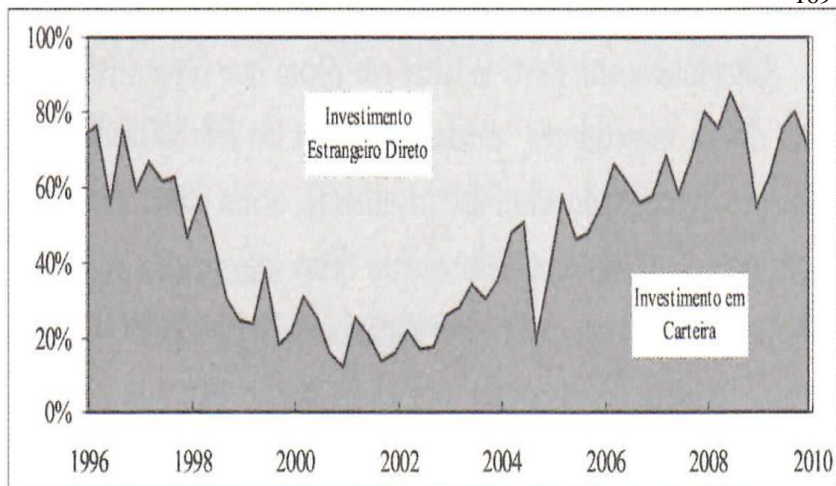
Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.38



**Gráfico 10: Fluxos de ingresso, saída e posição líquida dos investimentos em carteira no Brasil.**  
 Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais (dados trimestrais trabalhados pelo autor).

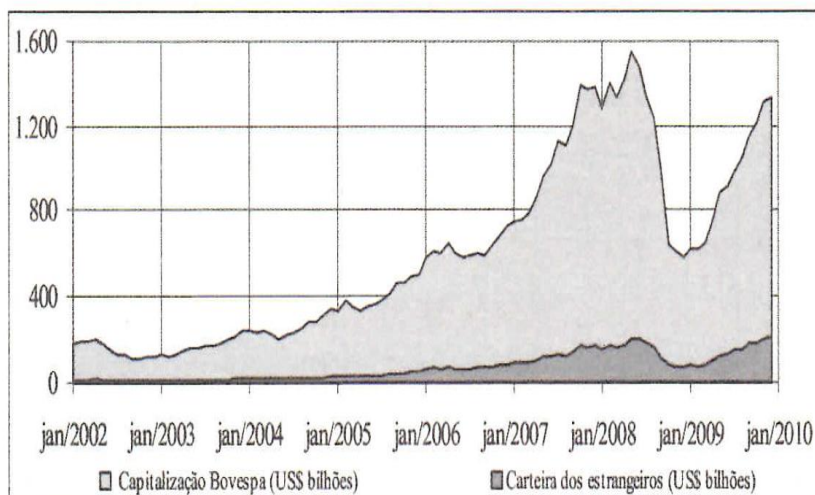
Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.39





**Gráfico 11: Comparativo em termos percentuais dos ingressos brutos em investimento direto e em carteira.** Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais (dados trimestrais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.40



**Gráfico 12: Valor de mercado da BM&FBOVESPA e da carteira de ações dos estrangeiros na Bolsa.** Fonte: Informativo CVM – Janeiro de 2010 (dados mensais trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.40

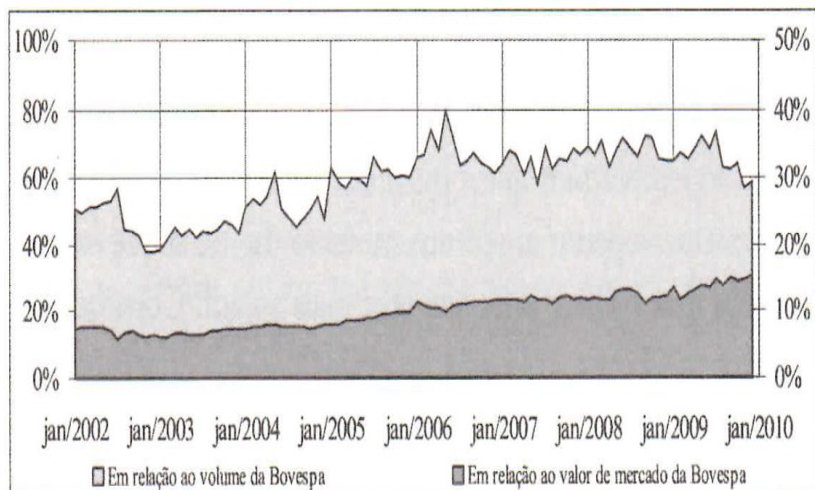


Gráfico 13: Participação relativa dos estrangeiros no volume (escala esquerda) e no valor de mercado (direita) mensais da BM&FBOVESPA. Fonte: Informativo CVM – Janeiro de 2010 (dados trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.40

Tabela 2: Maiores representantes por patrimônio líquido do capital estrangeiro no Brasil.

Representantes	Patrimônio Líquido (em R\$ milhões)	%/total PL	%/total PL Acumulado
01 CITIBANK DTVM SA	283.139,79	54,56%	54,56%
02 HSBC CTVM S.A.	103.142,88	19,88%	74,44%
03 BANCO ITAUBANK S/A	30.769,94	5,93%	80,37%
04 BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	26.126,67	5,03%	85,40%
05 ITAU UNIBANCO S/A	18.351,95	3,54%	88,94%
06 DEUTSCHE BANK SA - BANCO ALEMAO	10.221,41	1,97%	90,91%
07 BANCO BTG PACTUAL S/A	8.439,09	1,63%	92,53%
08 BRADESCO S/A CTVM	6.290,39	1,21%	93,75%
09 CREDIT SUISSE (BRASIL) DTVM S/A	6.083,05	1,17%	94,92%
10 CREDIT SUISSE (BRASIL) S/A CTVM	5.273,41	1,02%	95,93%
OUTROS	21.101,14	4,07%	100,00%
<b>TOTAL</b>	<b>518.939,72</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: CVM - Fevereiro de 2010

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41

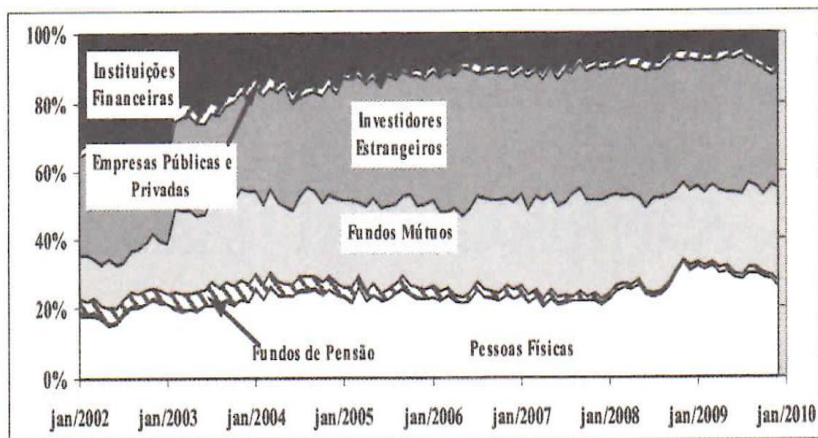


Gráfico 14: Participação relativa de cada tipo de investidor na movimentação bruta da Bovespa.

Fonte: BM&F-Bovespa – Estatísticas mensais (dados trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41

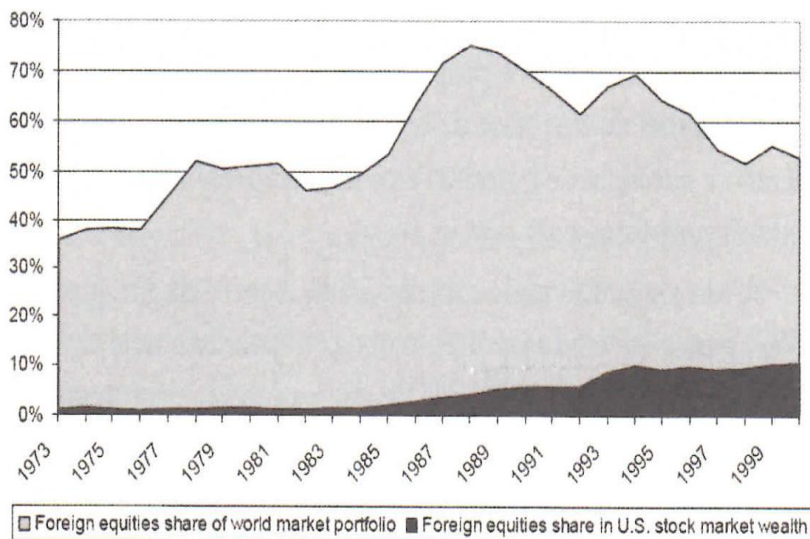


Gráfico 15: Home bias observado nos EUA.

Fonte: Karolyi e Stulz (2003)

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41

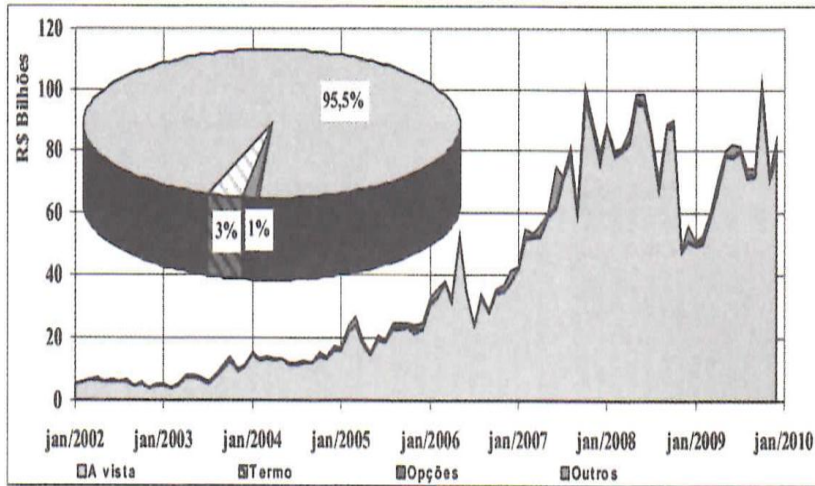


Gráfico 16: Volume de recursos mensalmente negociados pelos estrangeiros nos segmentos da BM&FBOVESPA.  
Fonte: BM&FBOVESPA (dados trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41

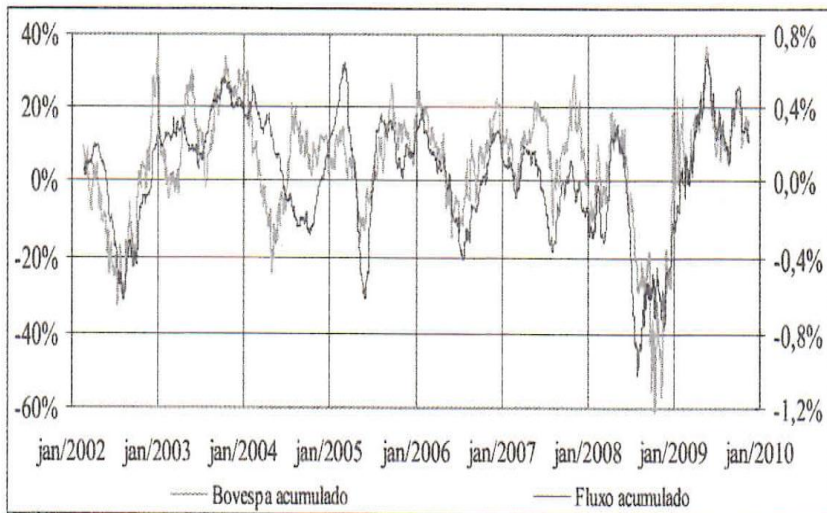


Gráfico 17: Fluxos (escala direita) e retornos (esquerda) trimestralmente acumulados – amostra completa.  
Fonte: BM&FBOVESPA e Economatica (dados trabalhados pelo autor)

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41

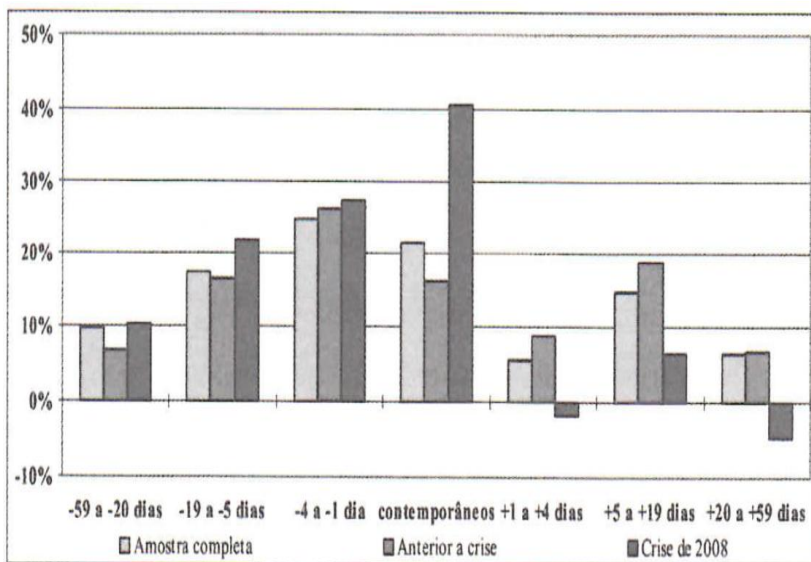


Gráfico 18: Composição das covariâncias conforme (6) para as três amostras de estudo.

Fonte: BM&FBOVESPA e Economatica (dados trabalhados pelo autor).

Disponível em: GONÇALVES JUNIOR e EID JÚNIOR, 2011, p.41