

Estudo de Caso

ITAÚ ASSET MANAGEMENT

A Itaú Asset Management é uma das maiores gestoras privadas de fundos do Brasil e da América Latina, com mais de R\$ 549 bilhões de recursos sob gestão. Conta com mais de 250 profissionais, focados em estratégias de investimento, com escritórios em centros financeiros internacionais: São Paulo, Buenos Aires, Santiago, Nova Iorque e Dubai. Em 2005 foi iniciada a integração dos aspectos Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) na estratégia, destacam-se como principais justificativas empresariais para tanto:

- (i) a perspectiva da prevenção de riscos (a exemplo dos impactos negativos das mudanças climáticas),
- (ii) as oportunidades de novos negócios,
- (iii) a ampliação da diversificação dos investimentos,
- (iv) o fortalecimento da reputação e da marca.

▼ Política ASG

A área de investimentos do Itaú começou a integrar riscos socioambientais em suas análises já em 2004, ano do lançamento do FIES– Fundo Itaú Excelência Social, que aplica recursos em ações de empresas socialmente responsáveis e destina parte da sua taxa de administração para iniciativas educacionais. O FIES serviu como “laboratório” para o modelo de integração ASG – Ambiental, Social e Governança, na avaliação de empresas, desenvolvido pela Itaú Asset Management. Para evitar possíveis impactos na rentabilidade pela não observação de passivos ocultos de natureza ambiental, social e de governança na gestão de ativos, a Itaú Asset integra questões ASG nos processos de investimento por meio de dois modelos de análise próprios. Os modelos têm como objetivo precificar o impacto dessas questões conforme modelos tradicionais de *valuation*.

Estudo de Caso

Itau Asset Management

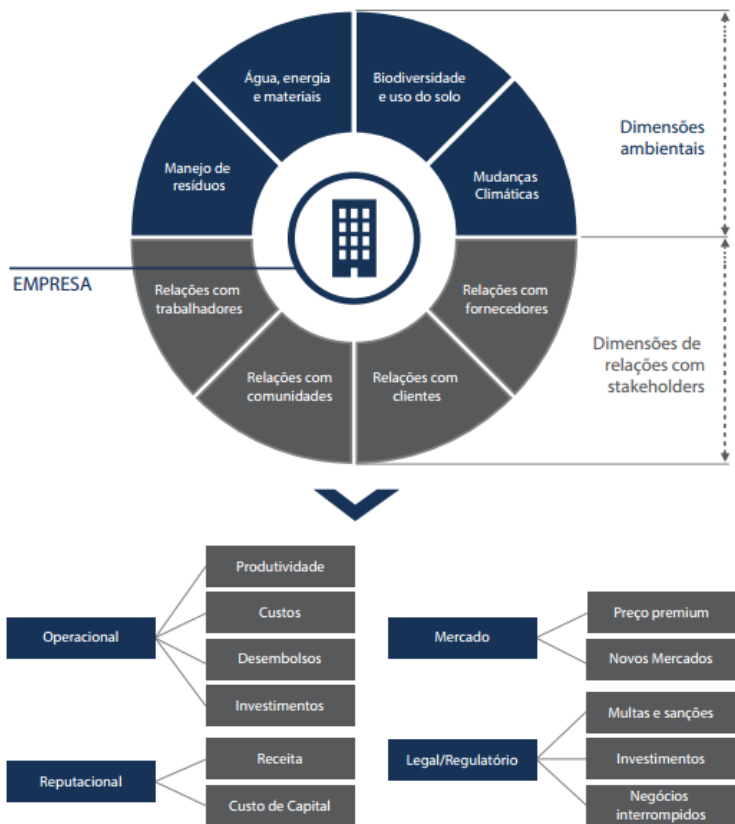


Figura 1: Dimensões multissetoriais e seus desdobramentos. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017.

Essa análise identifica **8 dimensões multissetoriais** (figura 1) e prioriza as variáveis críticas para cada setor no momento de avaliar as empresas. A evolução de produto ASG (fundos verdes, fundos com restrições a setores problemáticos, álcool, tabaco, entre outros), faz parte de uma estratégia integrada, sendo 90% dos ativos analisados por meio desse método.

Para avaliação do desempenho de cada empresa ainda são considerados: o impacto potencial no fluxo de caixa; a gerenciabilidade; e disponibilidade de informações. Destacam-se dois modelos, para Renda Variável e Crédito Privado:

No **“Modelo para Renda Variável”** como resultado é apresentada uma estimativa de impacto no valor justo da empresa na data da avaliação. O conhecimento e precificação prévia de temas ASG relevantes podem auxiliar na identificação de eventos com potencial de geração ou destruição de valor para os acionistas.

Estudo de Caso

Itaú Asset Management

Quanto ao “**Modelo para Renda Fixa Crédito Privado**” como resultado é apresentada uma estimativa de impacto no fluxo de caixa da empresa na data da avaliação. Esse fluxo de caixa é utilizado pela mesa de crédito como insumo adicional na estimativa dos fluxos de caixa das empresas em análise.

O método desenvolvido pela Itaú Asset de integração ASG na avaliação de empresas consiste na inserção dessas variáveis **nos modelos tradicionais de valuation**, por meio da análise de seu impacto no fluxo de caixa e custo de capital da empresa analisada. O objetivo é ajustar a definição de preço alvo para os papéis listados em bolsa e identificar antecipadamente os eventos que podem criar ou destruir valor. Esta abordagem permite flexibilidade para os gestores, que utilizam as análises de acordo com suas estratégias e mandatos específicos. O método, a priori, não utiliza filtros negativos (ou “negative screening”) que restrinjam o universo de investimento por meio da exclusão de setores ou empresas.

No entanto, esta abordagem pode ser aplicada como filtro adicional para clientes de fundos exclusivos ou carteiras administradas que possuam em seu mandato este tipo de restrição. Como apresentado, a Itaú Asset considera a importância de questões ambientais, sociais e de governança corporativa na medida em que possam impactar o valor dos ativos em que investem. A abordagem com relação ao tema investimento responsável tem como objetivo cumprir o dever fiduciário, gerando valor para os seus clientes.

▼ Métricas ambientais para seleção de ativos & gestão de riscos de mudanças climáticas

Assim, a integração ASG vem ganhando adeptos no mercado de investimentos global a partir da premissa de que podem gerar retornos adicionais (alfa) dados os mesmos níveis de risco. Desde então, diversos estudos realizados por atores do mercado e acadêmicos corroboram esta hipótese. A Itaú Asset Management acredita no potencial de geração de alfa e por isso desenvolveu seu método proprietário de Integração ASG.

Após a identificação das 8 dimensões multissetoriais (exemplificada na figura 1), os analistas adaptam as dimensões multissetoriais para a realidade de cada setor, identificam riscos e oportunidades, derivam métricas e projetam impactos segundo diferentes horizontes temporais (figura 2).

Estudo de Caso

Itaú Asset Management

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

Fonte: análise Itaú Asset Management

Figura 2: Dimensões Multissetoriais por Segmento de Mercado. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017.

Dimensão Mudanças Climáticas

A forma como esse método é aplicado à análise dos impactos relacionados às Mudanças do Clima é descrita na publicação da própria gestora intitulada “Mudanças Climáticas e seus impactos”, de 2017. A abordagem consiste na inserção de variáveis socioambientais em modelos tradicionais de valuation, por meio da análise do impacto dessas variáveis no fluxo de caixa das empresas ao longo do tempo. Esse processo consiste em uma etapa de pesquisa e construção de cenários setoriais seguido por uma etapa de valoração dos impactos nas empresas, que leva em consideração suas idiossincrasias e capacidade de gestão. Esses impactos podem se materializar de formas distintas, conforme a figura 3 a seguir.

Estudo de Caso

Itau Asset Management

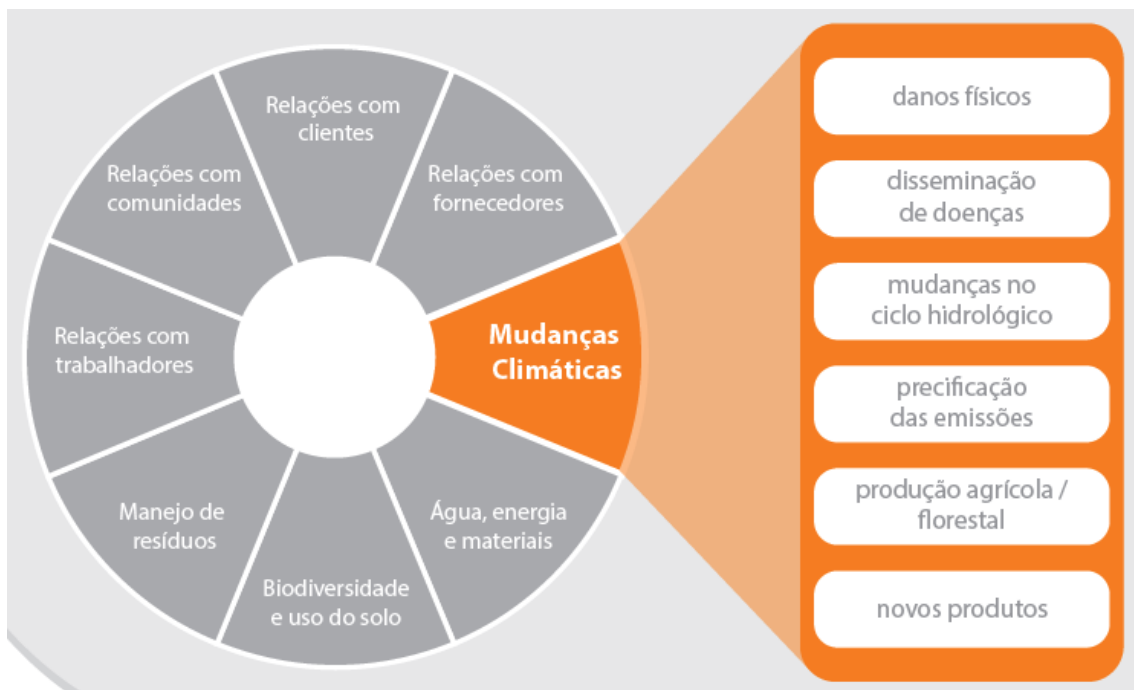


Figura 3: Dimensões socioambientais da análise e tipos de impactos das mudanças climáticas. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017.

Dentro dessa metodologia se constrói diferentes raciais e cenários e como pode se observar a precificação das emissões é um dos tipos de impactos considerados, para o qual se considera o seguinte cenário:

A tendência de médio prazo de precificação do carbono pode afetar a estrutura de custo das companhias com emissões intensas, como empresas do setor de petróleo e gás, indústria pesada e de geração de energia termelétrica. Por outro lado, alguns setores de baixa emissão ou emissão negativa, como o setor florestal e de geração de energia renovável, podem auferir receita comercializando créditos e direitos de emissão de carbono em mercados organizados. No caso brasileiro, ainda não há previsão legal para a introdução de mecanismos de precificação de emissões. No entanto, tendo em vista a evolução deste tema em outros países e as metas assumidas pelo Brasil, espera-se que a precificação das emissões se torne um risco material no médio prazo.

O horizonte de tempo considerado para os diferentes tipos de impacto das mudanças climáticas é apresentado na figura 4:

Estudo de Caso

Itaú Asset Management



Figura 4: Value drivers de mudanças climáticas por horizonte de impacto. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017

A Itaú Asset Management esclarece que esses value drivers foram delimitados com base em sua recorrência e abrangência para diversos setores da economia. Evidentemente, o impacto varia de acordo com o setor, horizonte de análise, região de atuação e capacidade de gestão desses riscos e oportunidades por cada empresa.

Considerando o exposto, o desempenho das empresas consiste na identificação de *drivers idiossincráticos*, exclusivos de uma única empresa. Desse modo são analisadas as respostas da empresa às dimensões multissetoriais e aos *drivers* do setor e, posteriormente, identificados os indicadores ou métricas mais adequados para quantificar os impactos sociais e ambientais; bem como as iniciativas socioambientais pontuais ou de efetiva mudança no modelo de negócios permitindo otimização do desempenho ASG e aumento de valor em longo prazo. Adicionalmente, visitas às empresas e consultas aos seus stakeholders têm se mostrado uma etapa fundamental da análise ASG, por desfazer a subjetividade e aumentar a qualidade da informação, conforme mostra a figura 5:

Estudo de Caso

Itau Asset Management

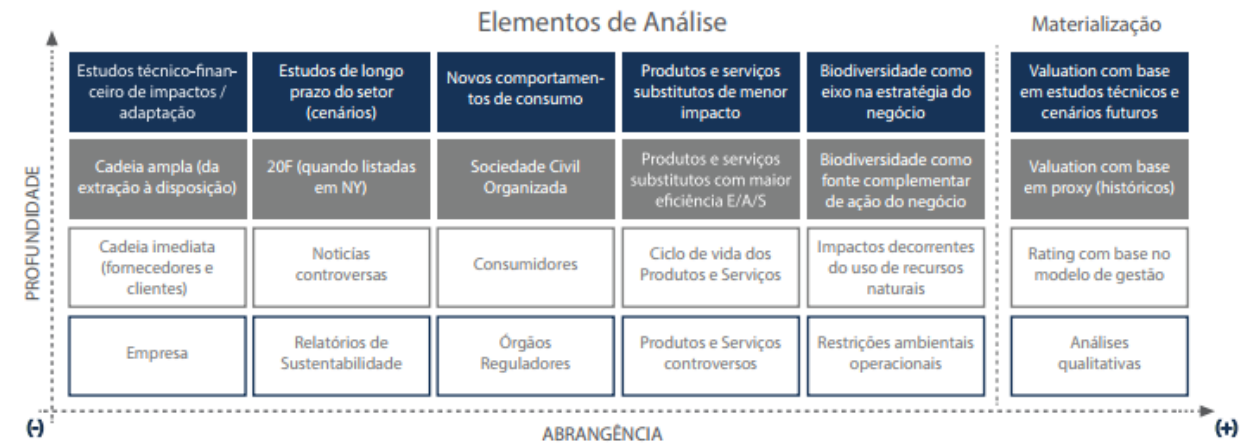


Figura 5: Elementos de Análise - drivers de mudanças climáticas por abrangência e profundidade. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017

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

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

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

- (i) Variáveis gerenciáveis e não-gerenciáveis pela empresa, permitindo melhor interação dos analistas com os gestores das empresas e identificação das fontes de informação para as premissas de cálculo;
- (ii) Iniciativas relevantes da empresa para assumir posição diferenciada em seu setor de atividade, permitindo otimização do desempenho ASG e aumento de valor em longo prazo;

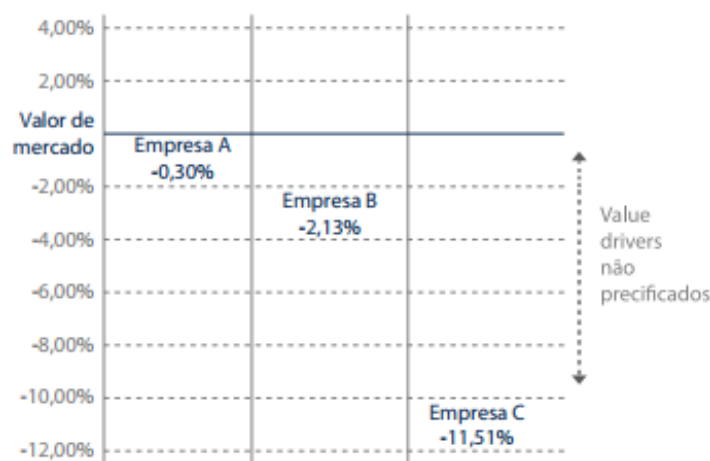
Estudo de Caso

Itaú Asset Management

- iii. Estágio de concretização dessas iniciativas (plano, projeto em fase inicial ou projeto em fase final);
- iv. Iniciativas socioambientais pontuais ou efetiva mudança no modelo de negócios (alcance das mudanças, em função da participação percentual nos investimentos, receitas e despesas);
- v. Iniciativas socioambientais concentradas em atividades-meio ou atividades-fim.

Após realizar o processo de quantificação e as devidas calibrações, o analista tem em mãos as variáveis necessárias para a inclusão das questões ASG no fluxo de caixa projetado e custo de capital, bem como a realização de testes de estresse e sensibilidade, conforme mostra o exemplo da figura 6.

Figura 6: Impacto de uma questão ASG de alta materialidade no valor das empresas de um determinado setor.



Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017.

As informações do CDP são particularmente úteis na estimativa do critério relacionado a carbono, a metodologia auxilia na precificação em termos de multas e taxa (sendo estimados 60 USD por tonelada de CO₂). Importante ressaltar que para o valuation a empresa só considera o Escopo 1 do CDP, levando em conta apenas a precificação de carbono. Outras questões de riscos climáticos não entram na taxa de desconto, apenas para o fluxo de caixa da asset.

Quanto à formação do V.P.L do tema do Risco Climático, a Itaú constrói com as empresas ao longo do tempo (em média 10 anos) um Capex de desconto que deve atingir 10% - respeitando um percentual crescente de desconto a cada ano - destinado a determinado assunto ambiental. Desse modo, os riscos climáticos são parte para o valuation das empresas.

Estudo de Caso

Itau Asset Management

A valoração consiste em derivar indicadores e métricas quantitativas para cada impacto relevante na empresa analisada, ou seja, como um risco ou oportunidade pode se materializar, quantitativamente, de forma a aumentar ou diminuir o fluxo de caixa da empresa.

Esse passo é importante para garantir que empresas que vêm se adaptando aos efeitos das mudanças climáticas em seus negócios não sejam desproporcionalmente penalizadas por cenários setoriais adversos. Por exemplo, é razoável assumir que uma legislação futura que determine a taxação de emissões de carbono deva afetar adversamente empresas de geração de energia que possuam térmicas a carvão. No entanto, caso uma dessas empresas possua iniciativas de sequestro e captura de carbono, o impacto tende a ser menor.

Os fluxos são projetados ao longo do tempo e trazidos a valor presente com base no Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da empresa. Vale ressaltar que a análise realizada é probabilística, isto é, para cada evento estimado, é atribuída uma probabilidade de ocorrência com base em estudos técnicos, histórico de ocorrência, opinião de especialistas e consulta às empresas.

A metodologia acima foi aplicada para cerca de 100 empresas brasileiras listadas, de acordo com o IBX-100, divididas em 10 setores de acordo com o Global Industry Classification Standard (GICS). Assim, a Itaú Asset Management chegou aos resultados detalhados na figura 7 a seguir:

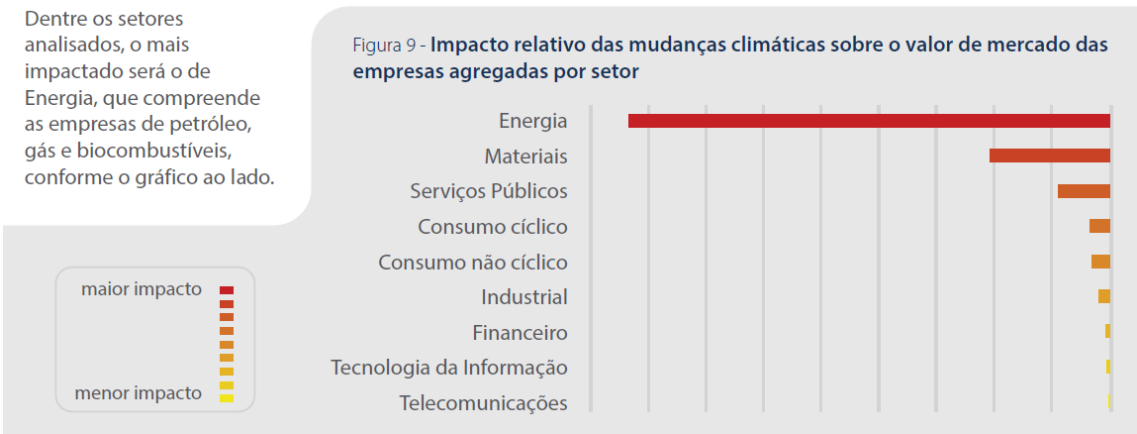


Figura 7: Riscos das mudanças climáticas no valuation das empresas. Fonte: Itaú Asset Management (IAM), 2017.

Estudo de Caso

Itaú Asset Management

Como resultados dessa análise dos impactos negativos da mudança climática no valuation das empresas, a Itaú Asset Management destaca no seu White paper os setores que seriam mais impactados. Na indústria de petróleo e gás, dentro do setor de Energia, o impacto negativo deve ocorrer, principalmente, pelo aumento dos custos de produção e pela redução da arrecadação, devido à diminuição da demanda em um futuro cenário de precificação das emissões de carbono.

No setor de Consumo Não Cíclico, o principal impacto se dá em função do aumento dos custos na indústria alimentícia, decorrente de variações na produtividade agrícola. Já no Setor Industrial, as perdas ocorrem principalmente em função dos danos físicos causados por eventos climáticos extremos, especialmente para empresas do segmento de concessão rodoviária e logística. O segundo setor mais impactado é o de Materiais, especialmente em função dos aumentos nos custos relacionados à escassez hídrica na siderurgia e mineração. Outro risco importante neste setor é o aumento dos custos em um cenário de precificação de carbono, tanto diretamente, quanto através do consumo de energia. No agregado, o impacto no setor é mitigado por incluir também a indústria de papel e celulose.

Os analistas da Itaú Asset Management concluem que numa visão interssetorial, o principal impacto sobre o valor de mercado das empresas deverá se dar pela precificação do carbono, conforme mostra a figura 8:

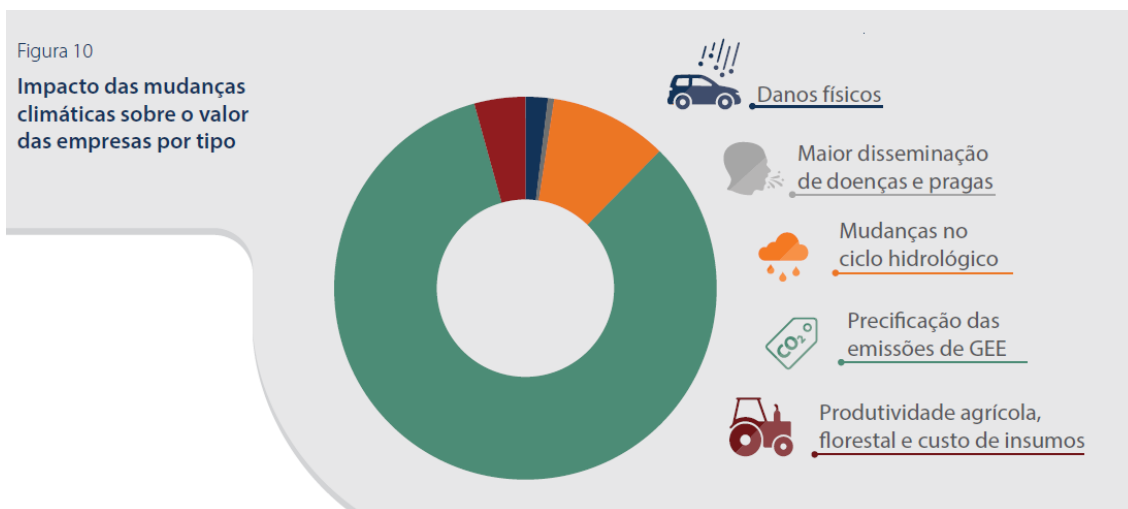


Figura 8: Impacto das mudanças climáticas sobre o valor das empresas por tipo. Fonte: Itaú Asset Management, 2017

Estudo de Caso

Itau Asset Management

Dessa forma, as empresas mais afetadas pela precificação de carbono tendem a ser as de setores intensivos em uso de energia e geração de emissões, como as empresas listadas do setor de petróleo e gás, indústria siderúrgica, petroquímica e setor elétrico. No entanto, avaliam que a precificação do carbono deve atingir praticamente todas as empresas da análise em algum grau. Se não diretamente, através da cadeia de fornecedores e, principalmente, através da aquisição de energia. Ainda segundo eles, a capacidade de repasse desses custos adicionais aos clientes e de redução de emissões será um fator chave para a competitividade dos negócios.

Eles também concluem que as grandes empresas brasileiras ainda não estão adequadamente preparadas para lidar com uma provável legislação futura que estabeleça a precificação do carbono, via mercado ou taxaço. O estabelecimento de um preço interno do carbono ainda é pouco disseminado e poucas empresas reconhecem a precificação como um risco futuro real. A exemplo disso citam os dados do relatório do CDP “Embedding a carbon Pricing into strategy”, que em 2016 revelou que das 517 empresas reportando a adoção de um preço interno do carbono no mundo, somente 15 eram brasileiras.

Por fim, ressaltam que a qualidade da gestão dos impactos das mudanças climáticas varia consideravelmente entre as empresas. Os valores dos impactos mostrados acima foram consolidados a nível setorial e escondem diferenças significativas entre empresas do mesmo setor. No setor financeiro, por exemplo, bancos com carteira de crédito mais expostas a setores agrícolas tendem a ser mais sensíveis a variações climáticas.

▼ Pay-offs de iniciativas sustentáveis integradas

A Itaú Asset Management percebe como os maiores benefícios da integração ASG na análise e decisão dos investimentos o desenvolvimento de uma cultura organizacional comprometida com os clientes e a sociedade, maior qualificação das equipes profissionais, fortalecimento do processo decisório dos investimentos pela integração dos fatores de riscos ASG, o fortalecimento da marca e o reconhecimento social.

Neste sentido, a abordagem ASG da Itaú Asset Management vai de encontro com as recomendações sobre como o setor financeiro pode explicar questões relacionadas ao clima, de autoria da Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Estudo de Caso

Itau Asset Management

Em julho de 2017 a TCFD lançou seu relatório de recomendações, considerando os relatórios voluntários e obrigatórios existentes relacionados com o clima no desenvolvimento de suas premissas incluindo aqueles desenvolvidos pelo CDP.

Ainda em 2016, a entidade celebrou uma parceria estratégica com a Task Force sobre Finanças Sociais do Instituto de Cidadania Empresarial (ICE - Cidadania Corporativa Instituto). O objetivo do grupo é articular uma rede para atrair investidores, empreendedores e parceiros para que promovam modelos de negócios rentáveis, que possam resolver problemas sociais ou ambientais e, portanto, promova a reflexão sobre como gerenciar recursos e as necessidades da sociedade.

Quanto às informações relativas ao CDP nos relatórios Bloomberg, nestes são apresentados os Scores das empresas, a exemplo da Itausa Investimentos Itau S.A. que obteve em 2016 a pontuação A- no programa Climate Change.