

SUSTAINABLE PRACTICES IN ORGANIZATIONS AND VALUE GENERATION FOR THE INSTITUTIONAL INVESTOR

**As práticas sustentáveis nas organizações e a geração de valor para o investidor
institucional**

**Las prácticas sustentables en las organizaciones y la generación de valor para el
inversor institucional**

Isabella Batalha Vasconcelos¹
Flavio Hourneaux Junior²

Resumo

A importância crescente do desenvolvimento sustentável no âmbito político e social levou o mundo corporativo a assumir cada vez mais sua responsabilidade como uma parte imprescindível do esforço para um planeta mais sustentável. Nesse sentido, este estudo tem como objetivo identificar a relação entre as práticas sustentáveis implementadas em uma organização e a geração de valor para os seus *stakeholders*, em especial para os investidores institucionais. Paralelamente, o aumento recente no interesse por investimentos em empresas sustentáveis, ao lado dos chamados investimentos de impacto, demonstram a crescente necessidade de sua investigação. Para tanto foi realizada uma pesquisa de caráter exploratório efetuada em uma organização pertencente ao importante setor de Papel e Celulose, responsável por 6% (seis por cento) do PIB industrial brasileiro (2015). A empresa pesquisada é a maior produtora e exportadora mundial de celulose e tem se tornado altamente competitiva no mercado internacional, em especial devido a sua gestão e à alta produtividade de suas florestas plantadas. O método de estudo de caso foi utilizado identificando os aspectos relevantes da gestão de sustentabilidade, da adequação da empresa aos instrumentos existentes para mensuração e caracterização dela, bem como a sua participação nos principais índices de sustentabilidade do mundo, havendo indícios de que a adoção dessas práticas sustentáveis produz diminuição de custos, geração de valor e aumento de sua competitividade, o que tem atraído cada vez mais os investidores institucionais.

Palavras-chave: Sustentabilidade, Investimento de Impacto, Geração de Valor.

Abstract

The growing importance of the sustainable development in political and social matters made the corporate world to assume its increasing responsibility as an essential part of the effort for a more sustainable planet. As such, this study aims to identify the relationship between sustainable practices that are implemented in an organization and the value generation for its stakeholders, especially for the institutional investors. Simultaneously, the recent growth in sustainable corporations investment, beside of the so-called impact investments, demonstrate the need for this investigation. To achieve our objective, we did an exploratory research

¹ Possui graduação em Administração de Empresas pela Universidade de São Paulo, USP, Brasil. E-mail: isabellavasconcelos@hotmail.com

² Possui Doutorado em Administração de Empresas pela Universidade de São Paulo - USP, Brasil. Mestrado em Administração pela mesma universidade. Graduação em Administração de Empresas pela mesma universidade. E-mail: flaviohjr@uol.com.br

performed in an organization that belongs to the important sector of Pulp & Paper, responsible for 6% (six percent) of the Brazilian industrial GDP (2015). The firm studied is the world's largest market pulp producer and exporter and has become highly competitive on the international market. The case study methodology was chosen to identify the relevant aspects of sustainability management, the company's adequacy to existing measurement and characterization instruments, as well as its participation in the main sustainability indexes of the world, with resulting indications that the adoption of sustainable practices leads to cost reductions, efficiency gains, and increased competitiveness, which has been attracting more and more institutional investors.

Keywords: Sustainability, Impact Investment, Value Generation.

Resumen

La creciente importancia del desarrollo sustentable en el ámbito político y social llevo al mundo corporativo a asumir cada vez mas su responsabilidad como una parte imprescindible del esfuerzo para un planeta mas sustentable. En ese sentido, este estudio tiene como objetivo identificar la relación entre las prácticas sustentables implementadas en una organización y la generación de valor para sus stakeholders, en especial para los inversores institucionales. Paralelamente, el reciente aumento en el interés por inversionistas en empresas sustentables, al lado de las llamadas inversiones de impacto, demuestran para estos autores la creciente necesidad de su investigación. Para tanto fue realizada una investigación de carácter exploratorio efectuada en una organización perteneciente al importante sector de Papel y Celulosa, responsable por el 6% (seis por ciento) del PIB industrial brasileiro (2015). La empresa investigada es la mayor productora y exportadora mundial de celulosa y ha alcanzado a ser altamente competitiva en el mercado internacional, en especial debido a su gestión y a la alta productividad de sus florestas plantadas. El método de estudio de caso fue utilizado identificando los aspectos relevantes de la gestión de sustentabilidad, de la adecuación de la empresa a los instrumentos existentes para mensuración y caracterización de la misma, bien como su participación en los principales índices de sustentabilidad del mundo, habiendo indicios de que la adopción de esas practicas sustentables producen disminución de costos, generación de valor y aumento de su competitividad, lo que ha atraído a los inversores institucionales.

Palabras clave: Sustentabilidad, Inversión de Impacto, Generación de Valor.

As transformações climáticas não são mais vistas como uma ameaça distante, mas como um desafio na vida de milhões de pessoas no planeta, sendo que, em um estudo sobre o tema, 51% da população pesquisada acreditava já estar sendo afetada pela deterioração climática (Carle, 2015). Com as crescentes discussões sobre o tema, também o setor empresarial foi envolvido mais fortemente por volta da década de 1990 e, desde então, o termo “sustentabilidade” tornou-se uma questão recorrente na comunidade empresarial (Van

Marrewijk, 2003). Assim, as organizações passaram a ser elementos-chave nesse debate, uma vez que são detentores de grande poder econômico, social e político e podem influenciar o contexto em que atuam (Hart, 2007).

Dessa forma, a sustentabilidade no âmbito organizacional é compreendida a partir das atividades da empresa que demonstram a inclusão de aspectos sociais e ambientais em suas decisões e operações econômicas, bem como nas interações com os diversos *stakeholders* (Van Marrewijk & Werre, 2003).

Investidores institucionais são importantes no Mercado Financeiro como um *stakeholder* primário de empresas de capital aberto e, conseqüentemente, influenciador da estratégia adotada pela corporação (Monks & Minow, 1995), servindo como forte incentivo para a adoção de práticas de gestão ambiental e governança corporativa, indicando que os retornos não serão apenas para a qualidade de vida, mas para tornar duradouras as empresas e seus resultados.

Recentemente, investidores institucionais têm analisado suas aplicações financeiras considerando aspectos mais amplos do que os puramente econômicos (Wehinger, 2011). Tais mudanças têm lhes conferido maior poder, pois avidamente avaliam o desempenho financeiro da organização e influenciam na eleição de membros do Conselho de Administração das empresas. Estudos mais recentes indicam que há relação biunívoca entre a percepção de valor e sua criação (Boerner, 2013; Martínez-Ferrero & Frías-Aceituno, 2015). Assim, o problema de pesquisa que orienta o presente estudo é: práticas sustentáveis geram valor para o investidor institucional? O objetivo da pesquisa é identificar a relação entre as práticas sustentáveis implementadas em uma organização e a geração de valor para os seus *stakeholders*, em especial para os investidores institucionais, em uma empresa de um setor

com altos impactos socioambientais, como o setor de papel e celulose, sendo a empresa objeto deste estudo de caso a Fibria Celulose S.A.

Após a introdução, encontra-se a fundamentação teórica para o estudo. Na sequência, são apresentados os principais aspectos metodológicos, seguidos da apresentação dos resultados da pesquisa. O artigo é finalizado com discussões e conclusões, assim como limitações e sugestões para pesquisas futuras.

Fundamentação Teórica

A sustentabilidade e sua relação com as organizações

O conceito de sustentabilidade é objeto de constante ampliação e reavaliação de escopo, envolvendo a relação entre proteção ambiental e responsabilidade social e econômica num ambiente em constante evolução. A interdependência global e a responsabilidade compartilhada pelo bem comum e uma vida melhor para esta e futuras gerações são as principais inquietações relativas ao tema. Conforme a Agenda 21 (ONU, 1992), o desenvolvimento sustentável é um “... tipo de desenvolvimento que tenha durabilidade, seja economicamente viável, ecologicamente equilibrado e capaz de propiciar às pessoas, condições básicas para a sua sobrevivência e exercício de cidadania”, que seja socialmente justo e culturalmente aceito. Assim, observa-se oportunidade de mudança sistêmica, dando menor ênfase para o crescimento econômico e maior para o desenvolvimento, as interações complexas entre melhorias sociais, ambientais e econômicas (Drexhage & Murphy, 2010).

Para promover modelos de negócio, inclusive as tecnologias necessárias, para conseguir os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável, a ONU, em conjunto com Elkington, criou o *Project Breakthrough* (ou Projeto Progresso). De acordo com o relatório *Breakthrough*

Business Model (Modelo de Negócio para Progresso), a finalidade central é um conjunto de novos paradigmas para o pensamento radical, exponencial (ou “X”).

O pensamento X (exponencial) pressupõe uma “... reinvenção radical, envolvendo a desfragmentação e re-capitalização ...” e requer que haja novas expectativas quanto aos ganhos das organizações, considerando os aspectos Social, Racionalizado, Integrado e Circular, obtendo como resultado uma forma inovadora de capitalismo, incluindo novas formas de negócios que a maioria dos líderes nem imaginam que logo acharão indispensáveis (Elkington & Zeitz, 2014; Elkington, Lim & Smith, 2016).

A crescente preocupação com o desenvolvimento sustentável, bem como as decisões internacionais acerca do tema nos últimos anos tornaram cada vez mais importante a criação de índices e de maneiras de medir as ações das empresas, governos e multilaterais, para atingir metas e cumprir o desempenho desejado, de forma a comprovar a mitigação de riscos, para o aumento da eficiência dos processos e incremento na geração de valor.

A primeira padronização ambiental do mundo foi desenvolvida em 1992, pelo *British Standards Institute* (BSI), denominada de Especificação para os Sistemas de Gestão Ambiental, conhecida por BS 7750. A organização não governamental *International Organization for Standardization*, conhecida pela sigla ISO, elaborou, em 1994, a ISO 9001, reconhecido Sistema de Gestão da Qualidade (SGQ) e, em 1996, a ISO 14001, um modelo básico para o Sistema de Gestão Ambiental (SGA), de acordo com o Instituto Nacional de Metrologia, Normalização e Qualidade Industrial (INMETRO).

Como resultado da Cúpula da Terra, realizada em 1992, estabeleceu-se o Programa Ambiental das Nações Unidas, Iniciativa Financeira (UNEP FI), em que “... 200 instituições financeiras, incluindo bancos, seguradoras e investidores ...” se reuniram para discutir os desafios ambientais e trabalhar para o estabelecimento de políticas, promovendo o diálogo

entre os “... profissionais do mercado financeiro, supervisores, reguladores e legisladores, bem como, no nível internacional, promover o envolvimento do setor financeiro nas negociações globais do clima.” A inclusão das instituições financeiras no UNEP FI é o reconhecimento de que o setor deve participar na sustentabilidade da economia e “... comprometer-se com a integração de considerações ambientais e sociais em todos os aspectos de suas operações” (UNEP FI, 2017, para. 1).

No intuito de se obterem informações socioambientais aliadas às econômicas, muitas foram as tentativas de criação de um padrão unificado. Um desses modelos é a *GRI - Global Reporting Initiative*, fundada em 1997, cujo objetivo é promover o uso de relatórios de sustentabilidade, estabelecendo um conjunto de normas globais para sua elaboração, contemplando todas as empresas, de qualquer lugar, tamanho e indústria, sempre para torná-las mais sustentáveis, colaborando para a economia global sustentável. É tido como o relatório mais completo, uma vez que traduz o desempenho de investimentos em responsabilidade social, ao lado dos impactos ambientais da organização, tanto negativos quanto positivos (GRI, 2016).

Outra iniciativa para criação de uma métrica comparativa de sustentabilidade entre empresas, considerando-as em sua própria indústria, é a *Corporate Sustainability Assessment* (CSA), ou Avaliação de Sustentabilidade Corporativa, elaborada pela RobecoSAM em 1999. A CSA é a base para a integração dos aspectos financeiros relevantes na sustentabilidade empresarial, auxiliando na avaliação das empresas quanto à governança, desempenho e riscos de sustentabilidade, e permite análise comparativa aos *stakeholders* e analistas financeiros, facilitando a gestão de riscos de longo prazo e inovações no investimento sustentável.

A criação do *International Integrated Reporting Council* – IIRC, ou Conselho Internacional de Relato Integrado, em 2010, teve como principal objetivo determinar e

organizar os Relatos Integrados, conhecidos por <IR> (ou *Integrated Reporting*), que são “... uma comunicação concisa sobre como a estratégia, governança, desempenho e perspectivas da organização levam à criação de valor no curto, médio e longo prazos, no contexto de seu ambiente externo” (IIRC, 2013, p. 7). O <IR> permite verificar como as firmas criam valor, ao longo do tempo e beneficiam as partes interessadas da organização.

O CDP - *Carbon Disclosure Project* (ou Projeto de Revelação de Carbono) (2015), criado para a informação aos investidores sobre emissões de carbono no ano 2000, hoje conta com a contribuição de mais de 5.500 empresas, gerando informações para 822 investidores, envolvendo US\$ 95 trilhões (noventa e cinco trilhões de dólares americanos), que avaliam as empresas através de relatórios confiáveis sobre oportunidades e riscos climáticos.

Instituído em 2007, a partir da necessidade estabelecida pelo *World Economic Forum*, o *Climate Disclosure Standards Board* – CDSB, ou Conselho de Padrões para Divulgação do Clima, objetiva promover e desenvolver estrutura global padronizada para relatórios de mudanças climáticas. O CDSB é um consórcio internacional de organizações não governamentais (ONGs), tanto de negócios quanto climáticas, “... comprometidas com o avanço e alinhamento dos modelos dominantes de relatórios corporativos que equilibrem o Capital Natural e o Capital Financeiro” (CDSB, 2015, p.3, para. 1, 2). Em 2015, publicou a Estrutura para Relatórios de Informações Ambientais e de Capital Natural. Os principais beneficiários deste trabalho, de acordo com CDSB, são os investidores, os analistas, as companhias, os órgãos reguladores, as bolsas de valores e as empresas de contabilidade.

No Brasil, a partir de 2002, por iniciativa do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) e para integrar-se aos esforços internacionais estabelecidos pela Rio 92, procurou-se criar um arcabouço de informações, para auxiliar a tomada de decisões relativamente ao meio ambiente, à sociedade e ao desenvolvimento, específicas sobre a realidade brasileira, “...

em suas dimensões ambiental, social, econômica e institucional” (IBGE, 2015). Para tanto, seguiu-se o documento intitulado “Indicadores para o Desenvolvimento Sustentável: Guias e Metodologias”, ou o “Livro Azul” (CSD, 1996).

A criação do Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, em 1998, por iniciativa de lideranças do setor empresarial, teve a missão de “... mobilizar, sensibilizar e ajudar as empresas a gerir seus negócios de forma socialmente responsável, tornando-as parceiras na construção de uma sociedade justa e sustentável” (ETHOS, 2008b, para. 1), estimulando e apoiando o desenvolvimento sustentável e sua adequação ao ambiente brasileiro. Foram gerados os Indicadores Ethos de Responsabilidade Social, no ano 2000, um “... mapeamento detalhado das ações da empresa e a identificação de oportunidades de melhoria na gestão da sustentabilidade” (ETHOS, 2008b, para. 1).

A série de Índices de Sustentabilidade Dow Jones (ou DJSI – *Dow Jones Sustainability Index*), criada em 1999, representa as empresas líderes entre as maiores companhias listadas na Bolsa de Valores de Nova York, baseando-se em critérios econômicos, ambientais e sociais. Seu lançamento teve como objetivo dar suporte aos movimentos e investimentos ESG - *Environmental, Social and Governance* (ou Ambiental, Social e Governança) mundialmente.

A série é composta por um índice global, índices regionais (inclusive mercados emergentes) e nacionais e tem importância por ser o reflexo do interesse por investimentos responsáveis (ROBECOSAM, 2016). Outros índices, como o *FTSE4Good*, lançado em 2001 pelo grupo FTSE da *London Stock Exchange*, objetivam uma análise integrada de ESG, medindo-se o desempenho de empresas que atendem a padrões de responsabilidade social reconhecidos globalmente.

A concepção do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), em 2005, buscou “... criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações” (BM&FBOVESPA, 2016, para. 1). Constitui em uma ferramenta de análise do desempenho das empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, baseando-se na eficiência econômica, governança corporativa, justiça social e equilíbrio ambiental (BM&FBOVESPA, 2016).

Assim, percebe-se a diversidade de iniciativas e ferramentas para o desenvolvimento da sustentabilidade nas organizações. A seção a seguir busca discutir como a sustentabilidade nas empresas está relacionada aos diversos *stakeholders* organizacionais e como seria a geração de valor nesse processo.

Os *stakeholders*, a organização e a criação de valor

O conceito de corporação sustentável tem se ampliado em importância e reconhecimento, aumentando a pressão sobre as organizações para que contabilizem seu desempenho além das fronteiras econômicas (Labuschagne, Brent, & Van Erck, 2004). Para fundamentar a adoção dessas estratégias e, ainda, investigar as possíveis influências que surjam entre as partes interessadas de forma a compreender melhor seu mecanismo, descreve-se brevemente a Teoria dos *Stakeholders*, tendo especial foco nos investidores e gestores das organizações.

Desde que se observou a importância estratégica do conceito de que corporações têm *stakeholders*, ou seja, possuem partes interessadas, em *Strategic Management: a Stakeholder Approach* (Freeman, 1984), a literatura acerca do tema cresceu exponencialmente.

O termo *stakeholder* é definido por Freeman (1984, p. 25) como uma das partes que, individualmente ou em grupo, “... pode afetar ou ser afetada pelo alcance dos objetivos de

uma firma”. Na mesma linha, Savage, Nix, Whitehead & Blair (1991, p. 61) definem sua natureza como aquele que “... possui interesse nas atividades de uma empresa e a habilidade de influenciá-la”.

Clarkson (1995, p. 5) acredita que a parte interessada “... produz algum tipo de risco, em consequência de ter investido alguma forma de capital, humano ou financeiro, em uma empresa, ou que está submetido a riscos em virtude das atividades de uma empresa ...” e complementa ainda que é aquele que “... possui ou reivindica propriedade, direitos ou interesses na corporação ou suas atividades” (Clarkson, 1995, p. 106). Já Donaldson e Preston (1995, p. 85) definem as partes interessadas como “... pessoas ou grupos com interesses legítimos nos processos e aspectos substantivos da atividade corporativa”.

Dessa forma, e apesar das diversas definições, torna-se necessário classificar e qualificar os *stakeholders* de acordo com a sua relevância para a organização. Mitchell, Agle e Wood (1997) desenvolvem uma teoria de identificação e proeminência das partes interessadas, em que discutem – sem invalidar as demais teorias – que os gestores precisam identificar as entidades em seu ambiente, tendo o poder, a urgência e a legitimidade de impor sua vontade sobre a firma. Para Hörisch, Freeman e Schaltegger (2014), que estudaram as similaridades e incongruências entre a teoria dos *Stakeholders* e a gestão de sustentabilidade, três são os principais desafios: fortalecer o interesse particular das partes interessadas na sustentabilidade, criar interesses mútuos na sustentabilidade, baseados nos interesses particulares, e dar poder aos *stakeholders* para agir como intermediários para o desenvolvimento sustentável. Para tanto, os autores sugerem, além de regulamentação e educação, a geração de valor para as partes interessadas, com base na sustentabilidade.

De acordo com Garcia-Castro e Aguilera (2015), é crescente o interesse acadêmico acerca do relacionamento entre o enfoque estratégico dos *stakeholders* e a dinâmica de

apropriação da criação de valor nas organizações. Esse valor pode ser apropriado pelas indistintas partes interessadas, quer sejam ganhos econômicos, acréscimo de produtividade ou simplesmente valor. Para esses autores, “... uma distinção fundamental deve ser feita entre a criação de valor para o acionista e o total valor criado pela firma para o conjunto de *stakeholders*” (Garcia-Castro & Aguilera, 2015, p.138).

Nesse sentido, Sundaram e Inkpen (2004) lembram que, para muitos adeptos da teoria dos *stakeholders*, a gestão deve servir a múltiplas partes e dividir-se entre diversos objetivos. Entretanto, advertem os autores, ter inúmeros objetivos pode significar não ter objetivos. Desse modo, o problema básico da teoria das partes interessadas é definir qual parte importa à gestão, e sugerem que maximizar o valor da firma para os *shareholders* significa que o valor de toda a organização foi maximizado, o que proporciona criação de valor para todas as partes interessadas. Indicam ainda os autores que o valor da organização para os *shareholders*, ou acionistas e investidores, é facilmente mensurável e observável. Esta é a “tese da separação”, defendida por alguns acadêmicos.

Por outro lado, Freeman, Wicks e Parmar (2004) observam que uma teoria de apenas uma parte interessada não auxilia a gestão para a criação de valor da firma, sendo apenas uma tentativa de separação, privilegiando um *stakeholder*. Para esses autores, a compreensão das múltiplas partes leva à percepção de objetivos e propósitos comuns, o que admite inúmeras respostas, contrapondo-se à perspectiva única do *shareholder*, ou da tese da separação.

Conforme Lameira, Ness, Quelhas & Pereira (2013), a criação de valor superior, juntamente com elevada performance e menor risco, está associada com as melhores práticas de sustentabilidade pelas firmas, com base em estudo com mais de duas centenas de empresas brasileiras de capital aberto. Mas como seria a geração de valor para os investidores

institucionais enquanto uma categoria de *stakeholders*? E como esse investimento poderia ser considerado sustentável? É disso que trata a próxima seção deste trabalho.

O investidor institucional como *stakeholder* e o investimento sustentável

A importância do setor financeiro e de investidores institucionais, ao lado de organismos multilaterais e políticas de fomento da sustentabilidade, tem se tornado cada vez mais evidente, tanto em organizações quanto na sociedade, promovendo transição de realocação de capital consistente com as necessidades humanas (Boissinot, Huber, & Lame, 2016).

Investidores institucionais são definidos neste estudo como aqueles fundos de investimentos, companhias de seguros, fundos de pensão, fundos mútuos e fundos soberanos, representantes de grandes poupanças e fundos para o mercado financeiro. São investidores de longo prazo e, portanto, apresentam significativa importância no apoio a investimento em infraestrutura, crescimento ambientalmente responsável, enfim, iniciativas para o desenvolvimento sustentável, além de promover a estabilidade do mercado financeiro. Conforme a OECD (*Organisation for Economic Cooperation and Development*), “... seu protagonismo como intermediários financeiros e seu impacto nas estratégias de investimentos vêm crescendo significativamente nos últimos anos, juntamente com a desregulamentação e globalização dos mercados financeiros” (OECD, 2017, para. 1).

Considerando a complexidade da dinâmica do mercado de capitais e das características dos investidores institucionais, fazer uma análise dos seus interesses por completo é uma tarefa árdua. Tradicionalmente, os investidores institucionais buscam diversificar sua carteira de investimentos a fim de mitigar riscos para seus clientes. Além disso, a maior parte desses investidores tem contratos de investimento de longo prazo. Por essa razão, ainda segundo a OECD (2017), a presença de grandes investidores institucionais na última década melhorou a

percepção de que *stakeholders* bem qualificados e informados estariam promovendo a implementação de práticas ambientais, sociais e de governança, ou ESG (*Environmental, Social and Governance* ou Ambiental, Social e Governança), nas empresas em que investem.

Similarmente, a Organização das Nações Unidas lançou, em 2006, uma iniciativa inteiramente dedicada a investimentos conscientes, intitulada de Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Uma pesquisa conduzida pelo *CFA Institute (Chartered Financial Analyst)*, em junho de 2015, descobriu que cerca de 73% dos investidores no mundo levam em consideração algum tipo de questão relacionada a ESG ao fazer um investimento e que 53% integram esse diagnóstico durante toda sua de tomada de decisão (CFA Institute, 2015).

O US SIF - *The Forum for Sustainable and Responsible Investment* (Fórum para o Investimento Sustentável e Responsável) (2010) descreve três estratégias principais para o investimento sustentável: incorporação ESG, ativismo de acionista e investimento comunitário. Do lado empresarial, as organizações atualmente enfrentam um ambiente competitivo acirrado. O desenvolvimento de um mercado de capitais extremamente dinâmico realça a necessidade das empresas de capital aberto de competir por investimentos. Este é o principal elemento que tem levado as organizações a buscarem diversas maneiras de obter vantagens competitivas, entre elas, vantagens relacionadas à melhor governança e práticas sustentáveis, que derivam do relacionamento que as empresas possuem com seus *stakeholders* primários. Tais mudanças têm dado maior poder aos investidores, que ganham maior influência na eleição de membros do Conselho de Administração de empresas e mantêm um olhar ávido sobre o desempenho da organização. O monitoramento constante das práticas econômicas como também qualitativas da empresa é efetivo e eficaz para reduzir a probabilidade de má gestão e redução do patrimônio dos acionistas (Weiss & Nikitin, 1998).

As dificuldades em selecionar, implementar e medir os efeitos das estratégias de ESG tornam necessário fomentar políticas e esforços para a identificação de métrica relevante para a análise do desempenho corporativo de ESG. Assim, o desenvolvimento de uma terminologia e relatórios de ESG corporativo consistentes e padronizados, facilitaria o acesso e comparação dos dados e seu impacto financeiro aos investidores institucionais (OECD, 2016).

Conforme relatório da OECD (2016), as novas filosofias de investimentos diversificados de longo prazo estão incorporando, além das ideias da Teoria do Portfólio Moderno de Markowitz (1952), novas ferramentas e técnicas de gestão de portfólio, incluindo o conceito de risco financeiro sistêmico e risco de mudanças climáticas.

Assim, o termo “*impact investment*”, criado em 2007 pela Fundação Rockefeller, passou a descrever aqueles investimentos de impacto, i.e., os realizados em companhias, organizações e fundos, com a intenção de gerar impacto social e ambiental positivos, além do retorno financeiro, com um crescente interesse nesse tipo de operação (Tan, 2014).

O desejo de obter avanços sociais e atingir os objetivos ambientais de uma só vez é o que motiva os investidores de impacto (Trelstad, 2016). Tais investidores defendem que “... combinando a busca pelos propósitos financeiro, social e ambiental, em certas circunstâncias, pode trazer resultados superiores ao mercado [financeiro] e a filantropia, se operarem independentemente” (Trelstad, 2016, p.4). Assim, com ações de filantropia não há o retorno financeiro que se obtém com o investimento de impacto.

Trelstad (2016) adverte que os estudos apresentados até o momento sobre as estratégias de fundos privados de investimento de impacto constatarem retornos bastante positivos, entretanto sua pequena escala e o pouco tempo de sua existência (apenas dez anos) requer que se aprofundem os estudos acerca do tema e sejam melhoradas as ferramentas para sua

análise e comparação. De acordo com a Pesquisa Anual realizada pela GIIN (*The Global Impact Investment Network*) (2016), o mercado de ativos de impacto atual é de 77,4 bilhões de dólares americanos.

Diante do exposto, percebe-se a importância da unificação e do fortalecimento das normas de sustentabilidade, sendo uma das tentativas a criação da *ISEAL Alliance*, descrita por Guedes Pinto (2017, para. 3), que compreende os principais sistemas de certificação de sustentabilidade “... que são comprometidos com valores como a participação, a transparência, a transformação, o impacto e a equidade no desenvolvimento e aplicação das suas regras”.

Dessa forma, justifica-se a realização de um estudo de caso de uma organização pertencente a um setor de impactos representativos na sustentabilidade e na implementação de medidas de gestão ambiental, responsabilidade social e governança corporativa, cuja expressão e produção bem simbolizem o propósito deste trabalho. Assim, elegeu-se o segmento de florestas plantadas e produção de papel e celulose, escolhendo-se a empresa líder no Brasil na produção de celulose como estudo de caso.

Aspectos Metodológicos

Nos estudos científicos, a opção pela metodologia e sua abordagem, quantitativa, qualitativa ou sua combinação, deve decorrer da definição do problema e objetivos da pesquisa a ser realizada.

Dessa forma, a escolha foi pela abordagem qualitativa como o método mais apropriado para o estudo sobre a relevância causal de aspectos isolados, que, na verdade, só são eficazes

em conjunto com outros fatores que os influenciem (Flick, 2004). Apoiando a opção do estudo de caso como o método a ser aqui utilizado, Yin (2005, p. 32) define que o estudo de caso é a investigação empírica de “... um fenômeno contemporâneo dentro do seu contexto da vida real”. A compreensão da dinâmica de um contexto verdadeiro que permita amplo e detalhado conhecimento de um fenômeno também é justificativa para a utilização do estudo de caso. Stake (2000) esclarece que este método permite o refinamento de teorias existentes e sugere complexidades a serem investigadas posteriormente, bem como auxiliam no estabelecimento de limites para generalizações, que são objetivos específicos deste trabalho. O estudo de caso, conforme Godoy (1995), tem sido a estratégia preferida dos pesquisadores que visam a responder por que razões e de que forma os fenômenos ocorrem, principalmente quando os eventos estudados são pouco controlados e quando o foco de interesse é sobre fenômenos atuais, como é a característica central deste estudo, que indaga a forma como o mercado financeiro impacta a adoção de estratégias sustentáveis pelas empresas.

Determinou-se que os sujeitos de pesquisa deveriam ser representativos dos *stakeholders* responsáveis por motivar e decidir a adoção de ações de desenvolvimento sustentável e aqueles que afetam seu valor, ou percepção de valor, os analistas para os investidores institucionais da empresa. A constante evolução do tema tratado, quer do lado empresarial quer no âmbito dos investidores institucionais, leva ao enfoque adotado como o mais adequado.

Assim, esta pesquisa foi realizada por meio de um estudo de caso descritivo e explanatório da empresa Fibria Celulose S/A, em virtude da sua importância, inserida no segmento de Papel e Celulose no Brasil. A coleta de dados foi feita a partir de entrevistas com a diretoria de Sustentabilidade de Relações Corporativas da empresa e com o setor de relações com investidores. O objetivo da pesquisa foi devidamente esclarecido aos

entrevistados, optando-se pela confidencialidade das fontes. Por esse motivo, foram retiradas da análise as indicações de nomes próprios e comerciais, sem haver prejuízo do conteúdo analisado. No intuito de determinar a convergência de informações, esclarecer seus significados e auxiliar na interpretação dos resultados obtidos, conforme determina Stake (2000), foi realizada triangulação na coleta de dados, entrevistando-se pessoas em diversos níveis hierárquicos da empresa, bem como verificando a compatibilidade de suas respostas com os relatórios do setor de Relação com Investidores da empresa e análise dos dados secundários coletados. Foi elaborado, ainda, um protocolo de pesquisa, contendo uma definição dos temas utilizados no presente trabalho, além dos principais aspectos relevantes a ele, conforme designado por Yin (2005), a saber, visão ampla do projeto, procedimentos para coleta de dados em campo, questionamentos do estudo de caso propriamente dito, plano de análise e relatório de estudo de caso. Para Yin (2005), o protocolo de pesquisa é importante para a realização de estudo de caso, pois o estudo qualitativo não prescinde de rigor na análise. Em virtude dos dados coletados, as proposições iniciais foram sendo revisadas, conforme o desenvolvimento das entrevistas, permitindo um processo interativo entre os dados coletados e o referencial teórico, o que foi determinante para a realização do presente estudo, uma vez que o ambiente indicou características impactantes ao longo da pesquisa realizada. Assim, a fase de análise iniciou-se concomitantemente à de coleta de dados, sendo ao final completada, permitindo ampliar a significação qualitativa da pesquisa. Foram realizadas entrevistas, sendo nos escritórios dos pesquisados ou, alternativamente, através de meio eletrônico, sem prejuízo ou perda de qualidade ou aprofundamento das respostas concedidas.

Apresentação e Discussão dos Resultados

Contexto: o setor de papel e celulose e apresentação do caso estudado

A indústria de papel e celulose, atuando em um mercado globalizado, é uma das dez maiores do planeta, tendo sido responsável, por várias décadas, pela destruição florestal e poluição ambiental. Ao longo dos anos, entretanto, a qualidade dos processos industrial e florestal, com a contínua redução de impactos ambientais, tornou-se a base da competitividade do setor, ao lado de boas práticas, como eficiência operacional, maximização de recursos, progresso na capacidade de distribuição e logística e melhorias de escala de produção (BRACELPA, 2012).

Assim, o país está entre os maiores produtores mundiais de papel e celulose, setor que participa com 6% do PIB industrial brasileiro (IBÁ, 2016). No Brasil, o setor de celulose e papel vive situação privilegiada, uma vez que já houve um processo de transição para economia de baixo carbono e as emissões de gases de efeito estufa (GEE) encontram-se, atualmente, bastante abaixo da média mundial para o setor, sendo que a matriz energética disponível é renovável em mais de 75%. Apenas na participação da utilização de óleo combustível para a produção do setor, esta reduziu-se de 50% para menos de 6%, o que resultou na diminuição drástica da emissão de gases nocivos à atmosfera. Ademais, o segmento econômico é responsável atualmente pelo sequestro de mais de 1 bilhão de toneladas de CO₂ pelas florestas plantadas e mantidas por ele (BRACELPA, 2012).

O setor está em estreita colaboração com o governo federal para atingir as metas estabelecidas multilateralmente quanto ao desenvolvimento sustentável, desde a criação da Comissão Interministerial de Mudança Global do Clima, em 1999, concentrando esforços para ampliar o desenvolvimento de toda indústria de base florestal dentro dos princípios da responsabilidade ambiental, social e econômica do movimento Brasil Florestas Sustentáveis

(MAPA, 2012). Além disso, são fundamentais as certificações florestais, em especial: o FSC - *Forest Stewardship Council* (ou Conselho de Manuseio Florestal) e CERFLOR - Programa Brasileiro de Certificação Florestal em conjunto com o PEFC (*Programme for the Endorsement of Forest Certification*) (IBÁ, 2016).

A Fibria Celulose S.A., ou Fibria, é empresa brasileira de capital aberto, líder mundial na produção de celulose de eucalipto, cuja atividade principal é a industrialização e o comércio de celulose de fibra curta e o cultivo de florestas renováveis. Estende sua operação por seis estados brasileiros (Bahia, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo) e possui área florestal aproximada de 1 milhão de hectares, sendo um terço dos quais dedicados à conservação de ecossistemas nativos. Participa do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA em 2017.

A Fibria apresenta, no ano de 2017, uma capacidade produtiva de 5,3 milhões de toneladas anuais de celulose, contando com quatro unidades fabris e a operação do único porto brasileiro especializado em embarque de celulose, Portocel (Aracruz, ES). Sua missão é “... desenvolver o negócio florestal renovável como fonte sustentável da vida ...”, e, portanto, a organização tem a sustentabilidade em seu “DNA” (FIBRIA, 2017). Conforme relato da organização, sua estratégia de negócio integra o Centro de Pesquisa *Fibria Innovations*, dedicado à investigação e desenvolvimento de tecnologia florestal, de utilização de lignina e, em conjunto com a Ensyn e a CelluForce, investe na pesquisa de combustíveis renováveis com base em biomassa e nos usos da celulose nanocristalina. Segundo a empresa, as condições do clima e do solo no Brasil e o desenvolvimento biotecnológico de mudas para plantio permitem ciclo curto da colheita de árvores, de 6 a 7 anos, prazo muito melhor que em outras empresas e países, conseguindo atingir níveis de custo de produção baixos em relação ao setor, também devido a economias de escala, economia energética, localização

estratégica de instalações de produção e ao uso de alta tecnologia. As operações são integradas verticalmente. O processo começa com pesquisa, seguindo pelo plantio para a produção das árvores de eucalipto que, após a colheita, são transportadas para unidades industriais onde a celulose é produzida. Após este procedimento, a celulose é transportada para os terminais portuários operados pela empresa e é realizada a distribuição aos clientes.

A Fibria é controlada pela Votorantim S.A. e BNDESPar, subsidiária do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social. A Votorantim, por sua vez, é controlada por Hejoassu Administração S.A, sob controle da família Ermírio de Moraes. A estrutura acionária, a partir de 31 de dezembro de 2015, apresenta 29,42% pertencentes à Votorantim S.A., 29,08% pertencentes ao BNDESPar e os restantes 41,50% são ações *free-float*, sendo que a empresa tem atualmente 0,05% em tesouraria e 0,01% em ações do Conselho de Administração e Diretoria Executiva, que comandam a empresa, e do Conselho Fiscal (FIBRIA, 2017). O Conselho de Administração é constituído por nove membros, cinco dos quais foram indicados pela Votorantim S.A., dois pelo BNDES, além de possuir dois membros independentes, de acordo com regras de governança requeridas pelo Novo Mercado da BM&FBOVESPA e organismos internacionais de certificação.

Análise da sustentabilidade na empresa

A Fibria considera a sustentabilidade uma dimensão essencial de sua estratégia corporativa e executa uma governança corporativa para que a sustentabilidade seja considerada ao longo de todos os processos da empresa. Seu Comitê de Sustentabilidade encontra-se três vezes ao ano a fim de avaliar a estratégia de sustentabilidade e sua aplicação, incluindo membros independentes. Ainda, a Comissão Interna de Sustentabilidade, que compreende gerentes de vários departamentos, procura tornar operacional a estratégia

definida pelo Comitê da Sustentabilidade e permear a sustentabilidade na cultura de organização. Finalmente, em cada unidade, há comissões locais de relacionamento, que avaliam riscos e oportunidades no relacionamento com partes interessadas locais.

A Fibria declara atender aos objetivos do desenvolvimento sustentável conforme definidos na Agenda 2030, nos itens 7, 8, 9, 11 e 12, a saber: (i) energia limpa e acessível; (ii) trabalho decente e crescimento econômico; (iii) indústria, inovação e infraestrutura; (iv) cidades e comunidades sustentáveis; (v) consumo e produção responsáveis.

Em 2011, a Fibria reforçou seu compromisso com a sustentabilidade introduzindo um grupo de objetivos de longo prazo, até 2025. Tais objetivos giram em torno do mercado e retorno ao acionista, ecoeficiência, modelo de gestão da floresta, relacionamento com *stakeholders*, aceitação e legalidade sociais e gestão de pessoas e da cultura da organização. Essas metas foram mescladas com a Matriz da Materialidade que a empresa criou em 2013, que identifica as questões mais relevantes para a empresa e para a sociedade, levando em consideração sua estratégia e o ponto de vista das partes interessadas. A Matriz da Materialidade foi baseada em entrevistas com 28 (vinte e oito) pessoas, 10 (dez) executivos da Fibria e 18 (dezoito) representantes de organizações, setores e comunidades que têm laços com a empresa.

O quadro 1 enumera as principais metas estabelecidas pela Fibria, como também a maneira pela qual tais objetivos, consolidados, serão alcançados e os benefícios esperados gerados.

Meta	Ações	Resultado em 2016
Otimizar o uso dos recursos naturais: Reduzir em um terço a quantidade de terras necessárias para a plantação de celulose, aumentando a produtividade de 10 toneladas de celulose por hectare em 2011 para 15 t/ha em 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Melhoria genética tradicional - Melhoria na gestão florestal - Aumento na produtividade florestal 	- Produtividade elevada a 11.75t/ha em 2016
Aumentar a ecoeficiência: reduzir em 91% o resíduo sólido	<ul style="list-style-type: none"> - Redução da geração de lixo pelas plantas - Reutilização de resíduos na cadeia 	- Redução de 32.3% em 2016 em comparação com níveis de 2011
Melhoria de gestão hídrica: A meta terá impacto nas frentes florestais, de viveiro e indústria.	<ul style="list-style-type: none"> - Floresta: Realizar a gestão hídrica em microbacias e disseminar conhecimento técnico - Viveiros: -17% do consumo de captação de água por muda produzida - Indústria: -17% do consumo de captação de água por tonelada de celulose produzida 	- Meta estabelecida em 2016, resultados a partir de 2017.
Contribuir para mitigação do efeito estufa: dobrar a absorção do carbono da atmosfera, aumentando a captação líquida de 5.5 milhões de tCO ₂ e em 2011 para 11.5 milhões de tCO ₂ e em 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Aumento de áreas com florestas (plantações de eucalipto e reservas nativas) - Restauração de espécies nativas 	- Absorção de 8.5 milhões de tCO ₂ e em 2016
Proteger a biodiversidade: restaurar 40 mil hectares de floresta nativa	<ul style="list-style-type: none"> - Plantar espécies nativas - Estimular regeneração de espécies nativas 	- 22.5 mil hectares em restauração entre 2012-2016.
Fortalecer o relacionamento com a sociedade: conseguir 80% de apoio das comunidades vizinhas	<ul style="list-style-type: none"> - Melhor relacionamento com comunidades - Apoio local para desenvolvimento de projetos - Inclusão da comunidade como parte da cadeia de valor 	- 70.6% de aprovação em 2016

Quadro 1 – Estratégias de Sustentabilidade da Fibria: Metas de Longo Prazo

Fonte: Dados da empresa (2016, elaboração própria)

Segundo a empresa, esses objetivos não são exclusivos ou estáticos, podendo evoluir ou incluir compromissos novos. Adicionalmente, o projeto de longo prazo não substitui ferramentas convencionais da gestão, incluindo os alvos em curto prazo.

A seguir a figura 1 demonstra de forma concisa as ações de sustentabilidade a partir das informações da empresa (Fibria, 2017).

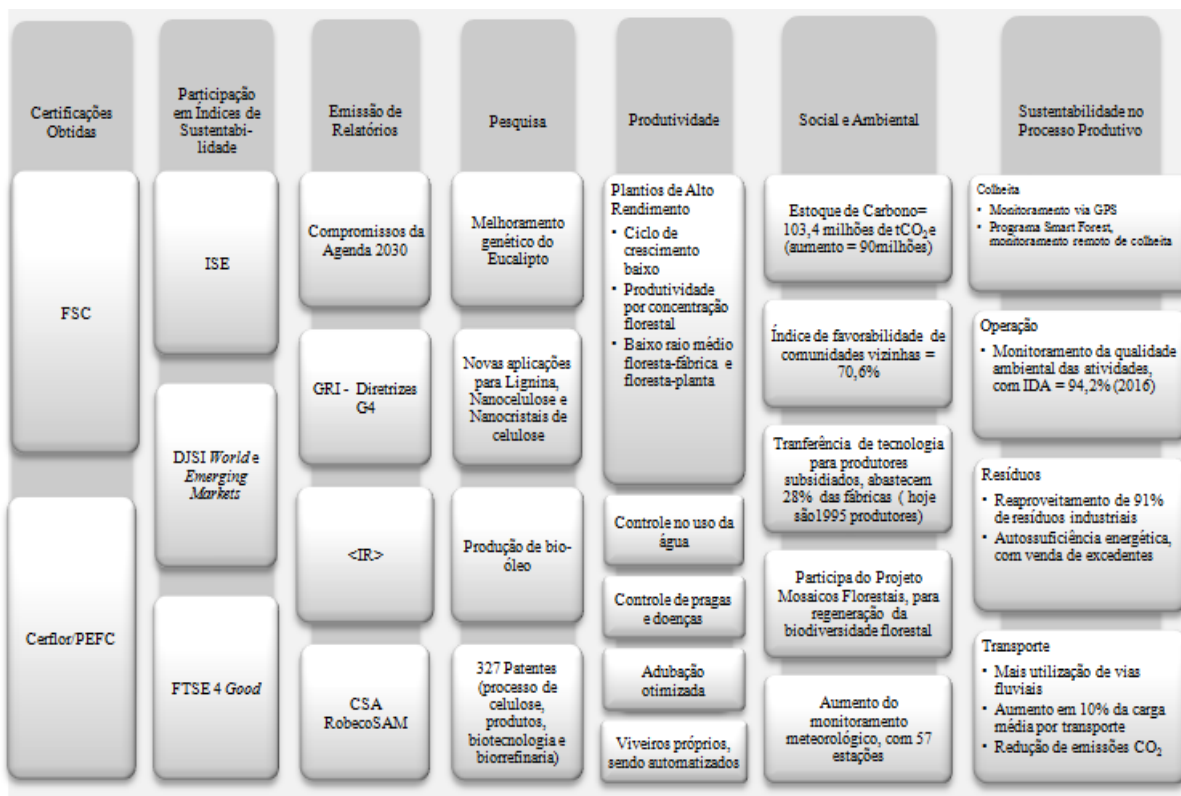


Figura 1 - Ações de Sustentabilidade da Fibria

Fonte: Dados da empresa (2017, elaboração própria)

A sustentabilidade e a geração de valor

A análise dos dados obtidos da empresa Fibria a fim de averiguar se há criação de valor a partir da implementação de práticas sustentáveis foi realizada observando-se toda a organização e sua cadeia de produção. A Figura 1 permite uma visão do nível de envolvimento das medidas sustentáveis na empresa e em cada etapa de produção e concluir se, além de benefícios sociais e ambientais, geram valor financeiro no longo prazo.

O quadro 2 relaciona as estratégias de sustentabilidade da Fibria e a sua capacidade de geração de valor, sintetizando aquilo que foi previamente descrito.

Meta	Ações	Geração de Valor	Resultado em 2016
Otimizar o uso dos recursos naturais: Reduzir em um terço a quantidade de terras necessárias para a plantação de celulose, aumentando a produtividade de 10 toneladas de celulose por hectare em 2011 para 15 t/ha em 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Melhoria genética tradicional - Melhoria na gestão florestal - Aumento na produtividade florestal 	<ul style="list-style-type: none"> - Disponibilidade de terra para outros fins, aumento da competitividade - Menor raio médio floresta-plantar, diminuindo custos e emissões de carbono 	- Produtividade elevada a 11.75t/ha em 2016
Aumentar a ecoeficiência: reduzir em 91% o resíduo sólido	<ul style="list-style-type: none"> - Redução da geração de lixo pelas plantas - Reutilização de resíduos na cadeia 	<ul style="list-style-type: none"> - Redução de custos - Maior eficiência dos processos - Redução do impacto e riscos gerados pelo lixo 	- Redução de 32.3% em 2016 em comparação com níveis de 2011
Melhoria de gestão hídrica: A meta terá impacto nas frentes florestais, de viveiro e indústria	<ul style="list-style-type: none"> - Floresta: Realizar a gestão hídrica em microbacias e disseminar conhecimento técnico - Viveiros: -17% do consumo de captação de água por muda produzida - Indústria: -17% do consumo de captação de água por tonelada de celulose produzida 	<ul style="list-style-type: none"> - Redução de custos - Maior eficiência dos processos 	- Meta estabelecida em 2016, resultados a partir de 2017.
Contribuir para mitigação do efeito estufa: dobrar a absorção do carbono da atmosfera, aumentando a captação líquida de 5.5 milhões de tCO ₂ e em 2011 para 11.5 milhões de tCO ₂ e em 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Aumento de áreas com florestas (plantações de eucalipto e reservas nativas) - Restauração de espécies nativas 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduzir a concentração de gases de efeito estufa na atmosfera 	- Absorção de 8.5 milhões de tCO ₂ e em 2016
Proteger a biodiversidade: restaurar 40 mil hectares de floresta nativa	<ul style="list-style-type: none"> - Plantar espécies nativas - Estimular regeneração de espécies nativas 	<ul style="list-style-type: none"> - Enriquecimento da flora e fauna da Mata Atlântica e Cerrado 	- 22.5 mil hectares em restauração entre 2012-2016.
Fortalecer o relacionamento com a sociedade: conseguir 80% de apoio das comunidades vizinhas	<ul style="list-style-type: none"> - Melhor relacionamento com comunidades - Apoio local para desenvolvimento de projetos - Inclusão da comunidade como parte da cadeia de valor 	<ul style="list-style-type: none"> - Ambiente mais propício a projetos de desenvolvimento - Coexistência harmoniosa 	- 70.6% de aprovação em 2016

Quadro 2 - Estratégias de Sustentabilidade da Fibria: Geração de Valor

Fonte: Dados da empresa (2017, elaboração própria)

As certificações, a participação em índices de sustentabilidade e a emissão de relatórios conforme realizados pela Fibria seguem rigorosamente o descrito no referencial teórico.

A Fibria mapeia a correlação entre a atuação da empresa, sua estratégia, indicadores acompanhados e objetivos globais de desenvolvimento sustentável. Com este exercício, a empresa visa demonstrar a sua contribuição para uma agenda mundial, bem como atender aos critérios estabelecidos pelo <IR> (IIRC, 2013) e a Agenda 2030 (2015).

Os objetivos sustentáveis da empresa são incluídos na remuneração variável de seus executivos por meio da definição de metas que contêm métricas aprovadas pelo diretor-executivo ou gestor.

Complementarmente, quanto à percepção do valor criado pela implementação de práticas sustentáveis na empresa por investidores institucionais, a Fibria entende que o interesse dos investidores institucionais por práticas sustentáveis das empresas é de fato crescente, sendo que atualmente o volume de recursos sob gestão dos chamados SRI (*Social Responsible Investors*) já é expressivo, embora ainda liderado por fundos de investimento europeus.

É possível observar que a geração de valor aqui não é exclusivamente financeira, muito embora esta seja evidente, uma vez que a Fibria é líder mundial no seu segmento. Engloba também evidentes ganhos individuais, sociais, ambientais, culturais, conforme conceito de desenvolvimento sustentável descrito no referencial teórico.

Como uma das formas de atender a demanda dos investidores, a Fibria consta nos índices das bolsas de valores dos principais mercados que avaliam e selecionam as empresas que adotam as melhores práticas de sustentabilidade, como é o caso do Dow Jones *Sustainability Index* (DJSI) da NYSE e do ISE da [B3], (ISE, 2016; FTSE, 2017; DJSI, 2017).

A Fibria consta ainda de diversos rankings produzidos por consultorias de renome internacional, como Sustainalytics e Vigeo, bem como plataformas de *disclosure* como o CDP.

A empresa acredita que ainda há uma importante proporção de investidores que não incorporam em suas tomadas de decisão temas ambientais e sociais. No entanto, já existe o entendimento de instituições financeiras líderes de que há uma pressão externa por parte de investidores pela inclusão desta dimensão socioambiental na escolha de seus investimentos (GIIN, 2016; IIRC, 2013). A Fibria destacou que, se em uma análise financeira dois investimentos apresentarem níveis de retorno equivalentes, clientes têm demandado que a preferência seja dada aos emissores que adotem melhores práticas socioambientais. Para a Fibria, o movimento do mercado financeiro neste sentido é claro, com cada vez mais

exemplos concretos. Por exemplo, a gigante *BlackRock* vem sendo ativista em governança e lançou recentemente um *green fund* de renda fixa (Trelstad, 2016).

No caso específico da Fibria, a empresa possui uma base de investidores de renda variável e fixa e, como parte de sua estratégia, tem focado em expandir progressivamente sua presença em grandes fundos de investimento sustentável. Por isso, do ponto de vista de “Relações com Investidores”, a Fibria valoriza a presença da companhia nos índices e rankings de sustentabilidade, que se multiplica em produtos financeiros específicos.

A empresa destacou o caso recente da emissão de um *Green Bond*, que são títulos de dívida cujos recursos somente podem ser destinados a projetos de natureza sustentável, que obteve alocação recorde de 40% com investidores SRI, enquanto a expectativa dos bancos coordenadores era de que tais investidores respondessem por aproximadamente 10% da emissão, conforme vinha sendo o histórico dos *green bonds*. Dessa maneira, observa-se no caso estudado uma relação biunívoca entre a adoção de práticas sustentáveis e a geração de valor para a organização e a correspondente percepção por seus investidores institucionais, conforme conclusão a seguir.

Conclusões e Considerações Finais

Alguns setores e empresas, dada a sua responsabilidade e influência na sociedade e ambiente, demonstram uma postura proativa diante do necessário do desenvolvimento sustentável, delineando uma estratégia baseada em ganhos sustentáveis e demonstrando aos *stakeholders*, com a utilização de certificações, métricas e índices globais, a seriedade da sua atitude e o valor criado a partir da adoção de medidas sustentáveis. Entre outros, a eficiência energética, a otimização de recursos e minimização de geração de resíduos, além de uma força de trabalho mais motivada, inserida em comunidades que colaboram e são favorecidas,

que tendem a ser mais tolerantes e solidárias com a organização, trazem benefícios para elas. Até este momento não existe um padrão global consolidado de avaliação do impacto das diversas práticas sustentáveis, tornando difícil ao investidor comum apreciar com objetividade o valor que o arcabouço sustentável traz para a empresa. Esse aspecto corrobora a discussão de não se segregar a face sustentável da empresa em uma só métrica (financeira), uma vez que a sustentabilidade está intimamente embrenhada nos aspectos do negócio e não deve ser encarada como um *cluster*, uma vez que é complexa e dinâmica.

As questões acima, combinadas com uma certa mentalidade de curto-prazo de alguns investidores e fatores exógenos à empresa que impactam seu valor de mercado, impedem ou dificultam que investidores deem a devida importância ao comprometimento da empresa com o desenvolvimento sustentável no momento de montar um portfólio de investimentos. Felizmente, a maior popularidade do discurso em prol do ESG e crescentes provas de que empresas com estratégias sustentáveis bem delineadas apresentam menor volatilidade, menores custos no longo prazo e menor potencial risco reputacional, têm gradualmente mudado o processo decisório do investidor institucional, que cada vez mais considera as práticas ESG ao investir. Inclusive, fundos de investimentos inteiramente dedicados ao chamado *impact investing* tem ganhado espaço.

Neste trabalho escolheu-se fazer estudo de caso centrado na empresa de celulose Fibria, um exemplo na adoção de práticas sustentáveis no mercado brasileiro, com o objetivo de identificar a relação entre as práticas sustentáveis implementadas em uma organização e a geração de valor para os seus *stakeholders*, em especial para os investidores institucionais. Assim, dado que o valor da ação da empresa é inegavelmente impactado por variações cambiais e preço da *commodity* celulose, já que é uma empresa exportadora (91% dos volumes foram exportados em 2016) e produtora de um produto chave, a celulose de fibra

curta, analisar o retorno para o investidor apenas a partir do valor da ação da empresa seria simplista e insuficiente. A análise dos processos internos da empresa e o estudo de sua estratégia, objetivos e metas de sustentabilidade, sua evolução e benefícios ao longo do tempo, entretanto, aparentou ser a melhor forma de concluir de uma maneira mais abrangente o impacto positivo das práticas ESG.

Por meio de dados primários e secundários oferecidos pela empresa, pode-se concluir que há benefícios econômicos verdadeiros que ultrapassam o investimento inicial procedentes da implementação de práticas sustentáveis, trazendo, assim, real valor para os diversos *stakeholders* no longo prazo. Ademais, na empresa houve um aumento significativo no interesse e demanda por parte de investidores institucionais por entender a estratégia sustentável como parte do embasamento da escolha de investir na empresa e seus papéis.

A empresa destacou o caso recente da emissão de um *Green Bond*, título de dívida cujos recursos somente são destinados a projetos sustentáveis, que obteve alocação recorde de 40% com investidores SRI, enquanto a expectativa dos bancos coordenadores era de aproximadamente 10% da emissão, conforme vinha sendo o histórico dos *green bonds*.

Desta maneira, observa-se no caso estudado uma relação biunívoca entre a adoção de práticas sustentáveis e a geração de valor para a organização e seus investidores institucionais.

As análises aqui apresentadas são restritas ao universo pesquisado, não devendo ser generalizadas para outras organizações, quer na mesma indústria ou em outros setores econômicos. As contribuições acadêmicas e gerenciais deste estudo sugerem a necessidade de aprofundamento e ampliação do conhecimento aqui abordado, com pesquisas longitudinais em uma mesma organização ou setoriais em profundidade.

Referências

- BM&FBOVESPA (2016). *12ª Carteira do ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial, 2016*. Recuperado de: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/bm-fbovespa-divulga-a-12-carteira-do-ise.htm
- Boerner, H. (2013). *Why Reporting Does Matter*. Recuperado de: <https://uapcsr.wordpress.com/2013/04/02/why-reporting-does-matter-by-hank-boerner-on-jan-22-2013/>
- Boissinot J., Huber, D., & Lame, G. (2016). Finance and climate: The transition to a low-carbon and climate-resilient economy from a financial sector perspective. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2015(1), 7-23.
- Associação Brasileira de Celulose e Papel [BRACELPA] (2012). *Dados Estatísticos 2012*.
- Associação Brasileira de Celulose e Papel [BRACELPA] (2013). *Dados Estatísticos 2013*.
- Carle, J. (2015). *Climate change seen as top global threat*. Pew Research Center. Recuperado de: <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/12/22/15-striking-findings-from-2015/>
- Carbon Disclosure Project [CDP]. (2015). *CDP Global Climate Change Report 2015*. Pesquisa no site. Recuperado de: <https://www.cdp.net/CDPResults/CDP-global-climate-change-report-2015.pdf>
- CFA Institute (2015, June). *Environmental, social and governance (ESG) survey*. Recuperado de: https://www.cfainstitute.org/Survey/esg_survey_report.pdf
- Climate Disclosure Standards Board [CDSB] (2017). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.cdsb.net>
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1).

The United Nations Commission on Sustainable Development [CSD]. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: <https://sustainabledevelopment.un.org/csd.html>

The United Nations Commission on Sustainable Development [CSD]. (1996). *Indicators of sustainable development: guidelines and methodologies* (Livro Azul) Recuperado de: <https://sustainabledevelopment.un.org/csd.html>

Dow Jones Sustainability Indexes [DJSI]. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.djindexes.com/sustainability/>

Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65- 91.

Drexhage, J., & Murphy, D. (2010). *Sustainable development: From Brundtland to Rio 2012 (Background Paper)*. New York : United Nations Headquarters.

Elkington, J., & Zeitz, J. (2014). *The breakthrough challenge: 10 Ways to connect today's profits with tomorrow's bottom*. São Francisco: Jossey-Bass.

Elkington, J., Lim, J., & Smith, L. (2016). *Breakthrough business models: Exponentially more social, lean, integrated and circular*. VOLANS/Business and Sustainable Development Commission. Recuperado de: http://volans.com/wp-content/uploads/2016/09/Volans_Breakthrough-Business Models_Report_Sep2016.pdf

ETHOS (2008). *Relatório de Sustentabilidade Instituto Ethos e UniEthos*. São Paulo. Recuperado de: http://www3.ethos.org.br/cedoc/relatorio-de-sustentabilidade-instituto-ethos-e-uniethos-2008/#.V3Ae2_krLq4

FIBRIA (2016). *Relatório de Sustentabilidade 2016*. Recuperado de: <http://www.fibria.com.br/r2016>

FIBRIA (2017). *Infoinvest 2017*. Recuperado de: <http://fibria.infoinvest.com.br/>

Flick, U. (2004). *Uma introdução à pesquisa qualitativa* (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman.

- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and “The Corporate Objective Revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
<http://dx.doi.org/10.1287/orsc.1040.0066>.
- FSC BRASIL. (2016). *Conselho brasileiro de manejo florestal FSC Brasil*. Recuperado de:
<https://br.fsc.org/pt-br>
- FTSE. (2017). *FTSE4Good Index Series*. Pesquisa no site. Recuperado de:
<http://www.ftse.com/products/indices/FTSE4Good>
- Garcia-Castro, R., & Aguilera, R. V. (2015). Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders. *Strategic Management Journal*, 36, 137-147.
- The Global Impact Investing Network [GIIN]. (2016). *Annual impact investor survey 2016*, Recuperado de: <https://thegiin.org/knowledge/publication/annualsurvey2016>
- Global Reporting Initiative [GRI]. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de:
<https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>
- Godoy, A. S. (1995). Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, 35(2), 57-63.
- Guedes Pinto, L. F. (2017). Ainda há boas notícias sobre sustentabilidade. *Folha de S. Paulo*, 08/05/2017. Recuperado de:
<http://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/colunas/2017/05/1881409-ainda-ha-boas-noticias-sobre-sustentabilidade.shtml>
- Hart, S.L. (2007). *Capitalism at the crossroads* (2nd Ed.). Upper Saddle River: Wharton School Publishing.

- Hörisch, J., Freeman, R. E., & Schaltegger, S. (2014). Applying stakeholder theory in sustainability management: Links, similarities, dissimilarities, and a conceptual framework. *Organization & Environment*, 27(4).
- IBÁ. (2016). *Relatório anual da indústria brasileira de árvores 2016*. Recuperado de: http://iba.org/images/shared/Biblioteca/IBA_RelatorioAnual2016_.pdf
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE]. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.ibge.gov.br>
- International Integrated Reporting Council [IIRC]. (2013). *Integrated reporting*. Recuperado de: <http://integratedreporting.org>
- INMETRO. (2016). *Empresas certificadas ISO*. Recuperado de: <http://certifiq.inmetro.gov.br>
- Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://ethos.org.br>
- Índice de Sustentabilidade Empresarial [ISE] BM&FBovespa. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-1.htm
- Labuschagne, C., Brent, A. C., & Van Erck, R. P. G. (2005). Assessing the sustainability performances of industries. *Journal of Cleaner Production*, 13(4), 373-385.
- Lameira, V. J., Ness Jr., W. L., Quelhas, O. L. G., & Pereira, R. G. (2013). Sustainability, value, performance and risk in the Brazilian capital markets. *Review of Business Management – RBGN*, 15(46), 76-90.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Martínez-Ferrero, J., & Frías-Aceituno, J. V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: International empirical research. *Business Strategy and Environment*, 24.

- Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento [MAPA]. (2012). Projeções do agronegócio Brasil 2011/12 a 2021/22 – Projeções de longo prazo. Recuperado de: http://www.agricultura.gov.br/arq_editor/file/Ministerio/gestao/projecao/PROJECOES-web.pdf
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Monks, R., & Minow, N. (1995). *Corporate governance*. Cambridge: Blackwell Publishers.
- Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]. (2016). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.oecd.org/>
- Organização das Nações Unidas [ONU]. (1992). *AGENDA 21*. Recuperado de: <http://www.onu.org.br/rio20/img/2012/01/agenda21.pdf>
- Organização das Nações Unidas [ONU]. (2015). *AGENDA 2030*. Organização das Nações Unidas. Recuperado de: <https://nacoesunidas.org/pos2015/agenda2030/>
- Organizações das Nações Unidas [ONU]. (2017). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.un.org/en/>
- Organizações das Nações Unidas [ONU]. *PRI – Principles for responsible investment* (2006). Recuperado de: <https://www.unpri.org/>
- Programme for the Endorsement of Forest Certification [PEFC]. (2016). *Who we are [2016]*. Recuperado de: www.pefc.org/about-pefc/who-we-are
- ROBECOSAM – DJSI Dow Jones Sustainability Index – *World Index* (2016). Recuperado de: http://www.robecosam.com/images/DJSI2016_ComponentList_World.pdf
- Savage, G.T., Nix, T.W., Whitehead, C.J., & Blair, J.D. (1991). Strategies for assessing and managing stakeholders. *Academy of Management Executive*, 5, 61-75.

- Stake, R. (2000). Case Studies. In N. K Denzin, & Y. S. Lincol. *Handbook of qualitative research* (2nd ed.). Thousand Oaks: Sage.
- Sundaram, A. K., & Inkpen, A. C. (2004). The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.
- Tan, K. (2014). *Impact investing: Time for new terminology?* Stanford Social Innovation Review. Recuperado de:
https://ssir.org/articles/entry/impact_investing_time_for_new_terminology
- Trelstad, B. (2016). Impact investment: A brief history. *Capitalism and Society*, 11(2), 4.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI]. (2017). Pesquisa no site. Recuperado de: <http://www.unepfi.org/>
- US SIF. (2010). *Forum for sustainable and responsible investment. Report on socially responsible investing trends in the United States*. Washington: US SIF.
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 95-105.
- Wehinger, G. (2011). Fostering long-term investment and economic growth – Summary of a high-level OECD financial roundtable. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(1).
- Weiss, A., Nikitin, G. (1998). *Performance of Czech companies by ownership structure*. Universidade de Michigan. Recuperado de:
<https://pdfs.semanticscholar.org/69f5/a2909313a9c3dfd787e07192a73979ecf0d7.pdf>
- Van Marrewijk, M., & Werre, M. (2003). Multiple levels of corporate sustainability. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 107-119.
- Yin, R. K. (2005). *Estudo de caso: Planejamento e métodos* (3^a ed.). Porto Alegre: Bookman.