

## Fundos de Pensão e Responsabilidade Social: um jogo de soma positiva entre os setores público e privado no Brasil?

Ricardo Domingues Santiago, ricardo.d.s@uol.com.br

Eduardo R. Gomes, gomeduar@gmail.com

Universidade Federal Fluminense, Mestrado em Sistemas de Gestão, LATEC/UFF, Niterói, RJ, Brasil

\*Recebido: Abril, 2010 / Aceito: Agosto, 2010

### RESUMO

O tema “Investimentos Socialmente Responsáveis” (ISR) vem ganhando uma crescente atenção meio acadêmico e no mundo empresarial. Os fundos de pensão estão naturalmente em foco neste debate sobre como o investidor pode compatibilizar seus interesses financeiros com a responsabilidade sócio ambiental e eles podem ter grande influência no mercado neste aspecto. Baseando-nos em uma pesquisa exploratória, este artigo tem como objetivo analisar as atuais práticas adotadas pelos fundos de pensão brasileiros no que diz respeito à ISR. Como resultado, constata-se que aquelas organizações já vem incorporando esta nova orientação ao lado de critérios sócio-econômicos.

**Palavras-Chave:** Investimentos Socialmente Responsáveis. Fundos de Pensão. RSA.

### 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, questões como responsabilidade social ou responsabilidade sócio-ambiental, governança corporativa, ética e transparência passaram a fazer parte do vocabulário cotidiano das empresas no Brasil que, antes dos anos 90, pouco incorporavam estas questões. Por razões de ordem econômica, política, social ou mesmo cultural, tais preocupações passaram a integrar o formato de atuação de grande parte destas empresas, com maior ou menor ênfase, maior ou menor amplitude nas organizações (GARCIA, 2004; GOMES, 2007).

Mais do que isso, como exposto em outros trabalhos (SANTIAGO, 2009; SANTIAGO e GOMES, 2009), também os chamados “fundos de pensão” passaram, ainda mais recentemente, a orientar seus investimentos segundo critérios semelhantes. Contudo, diferentemente de uma empresa, os fundos de pensão ou Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) são um instrumento para remuneração de trabalhadores após determinado tempo de contribuição, mas são compostos de atores sociais com diferentes interesses, gerando um natural “conflito de agência” entre associados e administradores (STIGLITZ, 1987).

Se os diferentes interesses podem ser compatíveis no longo prazo, no curto e médio prazo, porém, dificilmente podem ser, exceto se assumirem uma postura comprometida com

a sustentabilidade. Com essa abordagem, os fundos de pensão e os chamados “investidores institucionais”, de uma forma geral, podem ter um papel preponderante no crescimento na economia de diversos países, uma vez que, em função do seu perfil de investidor de longo prazo, e em face do volume investido, resultado da poupança de seus associados, aquelas entidades tendem atuar como agentes propulsores do setor produtivo, por meio do sistema financeiro e outros investimentos, sem deixar de lado sua função precípua de remunerar seus associados poupadores quando estes atingirem um determinado tempo de contribuição (AMARAL *et al.*, 2004; SANTANA, 2008; SANTIAGO, 2009).

Dentro deste entendimento, o presente artigo tem como objetivo analisar em que medida os fundos de pensão brasileiros se enquadram nesse novo perfil, através das políticas e critérios atualmente por eles adotados e as perspectivas de crescimento deste tipo de investimento na atualidade. Para tanto, faremos uma breve revisão bibliográfica sobre estes temas, na seção que se segue, passando, na terceira parte, a um exame do modelo brasileiro para chegar a algumas conclusões, evidentemente passíveis de discussões e reformulações.

Para desenvolver essa análise, parte-se da questão do conflito principal/agente no que concerne aos fundos de pensão e das teorizações sobre Responsabilidade Social, tendo como fontes as informações acerca das já referidas políticas de investimento destes investidores disponíveis em seus websites, assim como outras de igual teor, obtidas por meio da aplicação de questionário semi estruturado, encaminhado, via correio-eletrônico, em dezembro de 2009, aos executivos/dirigentes de quatro dos cinco maiores fundos de pensão brasileiros: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI, Fundação Petrobrás de Seguridade Social - PETROS, Fundação dos Economistas Federais - FUNCEF, Fundação Vale do Rio Doce - VALIA.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

Na visão de Drucker (1995), toda organização deve assumir a responsabilidade pelos seus impactos nos empregados, no meio ambiente, nos clientes e por quem e pelo que ela afetar; isto pelo fato de que, cada vez mais, a sociedade vai demandar, das organizações, que enfrentem os problemas sociais e ambientais a elas relacionados, que não foram poucos (GRAYSON e HODGES, 2003). Esta mudança de comportamento decorre, dentre outros fatores, do ressurgimento da sociedade civil, em âmbito mundial, da importância conferida pela mídia para esses temas, das reformas do Estado, que estimulou uma maior presença do setor privado em várias áreas tradicionalmente sob seus cuidados, da ampliação dos mercados internacionais e do aprofundamento da competição nestes (VOGEL, 1996).

Com base no caso brasileiro - mas compatível com outros países - Schiavo (2007) assinala que existem, hoje, no país, duas opções de investimentos privados voltados para a área social: (a) os fundos comunitários; e (b) os investimentos socialmente responsáveis – ISR ou SRI- pela sigla em inglês - Socially Responsible Investing. Para o autor, a primeira alternativa caracteriza-se por pura filantropia, na medida em que transfere parte da renda arrecadada para projetos sociais tópicos. Por outro lado, o ISR define-se pela aplicação de recursos em ações de empresa, que revelem nível elevado de responsabilidade social, ou seja, procura conjugar uma sustentação de uma postura socialmente responsável com rentabilidade. Apesar das diferenças marcantes entre um e outro, muitos críticos ainda confundem ISR com filantropia, o que reforça a importância de acumular evidências que demonstrem que os investimentos socialmente responsáveis trazem retornos financeiros positivos para seus investidores (FONTES FILHO, 2007).

Já na perspectiva de Sethi (1975), ISR pode ser caracterizado como um investimento em empresas que conduzem suas operações com um cuidado com o meio ambiente e com a consciência de que sua responsabilidade abrange diversos stakeholders. Desta forma,

essas companhias minimizam externalidades negativas e acentuam externalidades positivas, reduzindo riscos financeiros futuros que emanam de práticas de negócio imprudentes ou inseguras. Nesta mesma linha, Fisman, Heal e Nai (2006) declaram que, por antecipar e minimizar potenciais conflitos entre corporações e sociedade, ISR assume um papel de redutor de custos.

Na definição da European Sustainable Investment Fórum - EUROSIF, grupo pan-Europeu com missão de endereçar sustentabilidade através do mercado financeiro, ISR é um termo genérico que serve para designar investimentos éticos, investimentos responsáveis, investimentos sustentáveis e outros processos de investimentos que combinam objetivos financeiros do investidor com aspectos ambientais, sociais e de governança (EUROSIF, 2006).

Para o Social Investment Fórum (SIF), entidade norte-americana, sem fins lucrativos, que tem o objetivo de promover práticas de investimento socialmente responsável, ISR é uma abordagem ampla para investir, que reconhece, além das necessidades financeiras do investidor, a responsabilidade corporativa e os interesses sociais, como partes válidas de decisões de investimento (SIF, 2008).

Deixando de lado a parte social, há de considerar os questionamentos dos investidores tradicionalistas, que argumentam que o custo inicial do ISR é maior e que seus retornos financeiros são menores. Hughey e Villarreal (2009) argumentam corretamente que a exclusão ou inclusão de investimentos, por critérios de filtros sociais, ou seja, a utilização de filtros negativos e positivos para incluir ou excluir um investimento, pode ser ilógica. Para tanto, citam a possibilidade de companhias de energia renovável serem eliminadas, por causa de benefícios inadequados pagos aos empregados, ou companhias aéreas serem incluídas por possuírem boas práticas de contratação e benefícios, não obstante a grande quantidade de carbono que lançam na atmosfera. Além disto, as autoras descrevem os Investimentos Socialmente Responsáveis como menos rentáveis que os investimentos realizados por critérios unicamente financeiros.

Contraopondo-se às autoras, Stone *et al.* (2001) apresentaram estudo utilizando um modelo empírico desenvolvido para estudar como os filtros sociais podem impactar um portfólio de investimento, concluindo que “não existe significativo custo na adoção de filtros sociais”. Da mesma forma, Kempf e Oshthoff (2007) apresentam dados da KLD Research & Analytics Inc, autoridade em pesquisas e indexação para investidores institucionais, referentes ao período de 1991 a 2004, que indicam que investimentos em companhias, que possuem baixo índice de responsabilidade social, sofrem uma significativa perda na performance, diferentemente daquelas que subscreveram práticas responsáveis.

Por outro lado, como destacado por Gillian e Starks (2000), Clark e Hebb (2002) e Campbell (2005), os fundos de pensão têm, hoje, um forte poder de influência sobre o mercado, no que se refere à adoção de práticas de responsabilidade socioambiental (RSA). Esta influência decorre do volume de investimentos aplicados, bem como da atitude ativista perante as empresas em que participam. Tal prática tem, como principal motivador, o seu perfil de investidor de longo prazo, buscando maior garantia de retorno futuro como forma de assegurar o pagamento dos benefícios de seus participantes.

O debate acerca da adoção de ISR, pelos fundos de pensão, tem sido particularmente intenso, em virtude de conotações políticas e ideológicas. Os principais argumentos dos críticos do ISR são de que os fundos de pensão estariam violando sua responsabilidade fiduciária, para com seus participantes, no momento em que focam outros critérios, que não os financeiros, em suas decisões de investimentos. Tal prática poderia levar a retornos médios abaixo daqueles investimentos selecionados por critérios puramente financeiros. Por outro lado, os fundos se defendem, justificando que os investimentos socialmente responsáveis são mais seguros e apresentam melhores resultados de longo prazo.

Neste contexto, tais alegações encontram amparo em estudos desenvolvidos por Richardson (2007) e Sethi (1975), que procuram demonstrar que, por considerarem, além das regras de lei, as consequências ambientais e humanas de ações econômicas, as empresas, que possuem um maior foco em RSA e sustentabilidade, apresentam melhor desempenho ao longo prazo e são menos afetadas pelas crises econômicas. Reforçando o coro favorável ao ISR, pelos fundos de pensão, alguns autores apontam as pressões de grupos não governamentais e da mídia, para adoção de uma maior responsabilidade daquelas entidades, enquanto agentes formadores de poupança interna e investidores institucionais (RICHARDSON, 2007), sendo que outros propõem uma nova e mais abrangente definição para responsabilidade fiduciária, além daquela estritamente prevista na lei.

De acordo com Viederman (2003), há evidência suficiente para constatar que a responsabilidade fiduciária deve ir além de uma análise financeira tradicional, e, para reforçar sua argumentação, cita discurso de Robert Monks sobre responsabilidade fiduciária:

[...] a coisa primária que os trabalhadores precisam, em suas aposentadorias, é dinheiro, mas precisam também de um mundo seguro, limpo e decente para gastá-lo. Assim, os acionistas institucionais têm não só o poder da procuração, mas também a obrigação legal de ajudar a entregar ambos (MONKS como citado em VIEDERMAN, 2003, p.32).

Trabalho elaborado por Geczy, Stambaugh e Lenin (2003) identificou que os Fundos de Investimentos Socialmente Responsáveis tendem a apresentar despesas iniciais ligeiramente maiores, devido ao esforço extra, necessário para examinar os investimentos, no que concerne às questões de ISR, mas a diferença é muito pequena. Por outro lado, os fundos ISR apresentaram algumas vantagens de custo, pois o volume anual de ações negociadas de seu portfólio é menor que a metade dos outros fundos.

Outro estudo, desenvolvido por Statman e Glushkov (2009), analisou, no período de 1992 a 2007, os retornos das ações classificadas como de responsabilidade social pela KLD, concluindo que portfólios de responsabilidade social apresentam uma vantagem relativa sobre uma carteira convencional.

Contudo, na visão de Renneboog, Horst e Zhang (2008), ainda não existem provas convincentes que comprovem a existência de casualidade entre performance social e desempenho financeiro, mas há de se considerar que este tipo de investimento tem passado por rápido crescimento a nível global, refletindo a consciência crescente de investidores com questões sociais, ambientais e de governança. Confirmando a linha de pensamento desses autores, constata-se, no relatório elaborado pela SIF, que o crescimento do ISR, nos Estados Unidos, teve, como um dos motivadores, o incremento do número de investidores institucionais, que passaram a incorporar critérios de responsabilidade socioambiental e governança em suas políticas de investimento (SOCIAL INVESTMENT FÓRUM, 2008). (ver Figura 1).

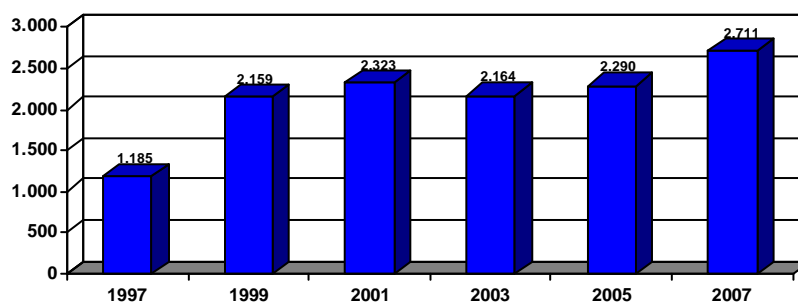


Figura 1 - Crescimento do ISR nos EUA (em US\$ Bilhões).

Fonte: SIF (2008)

Esta tendência de crescimento também pode ser observada na Europa. De acordo com pesquisa divulgada pela Eurosif, os investimentos em ISR saltaram de 1.033, em 2005, para 2.665 trilhões de Euros, em 2007, sendo que, deste montante, 56% são provenientes de investidores institucionais (EUROSIF, 2008). (ver Figura 2)

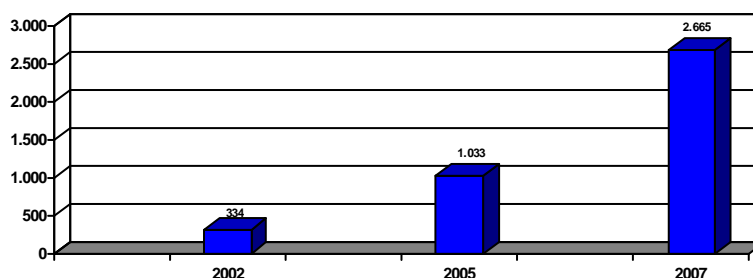


Figura 2. Crescimento do ISR na Europa (em € Trilhões).

Fonte: European Sustainable Investment Fórum, 2008

Considerando as reflexões acima, cabe, portanto, averiguar como se configura o Brasil neste contexto de mudanças globais. Este é o tema da próxima seção.

### 3. INVESTIMENTOS SOCIALMENTE RESPONSÁVEIS NOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

Seguindo a tendência global, o movimento dos fundos de pensão brasileiros parece convergir na direção do ISR. Com a adoção, em 2003, da parceria entre a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP e o Instituto Ethos, para elaboração e publicação dos “Princípios Básicos de Responsabilidade Social sob a Ótica dos Fundos de Pensão” que marcou o posicionamento das EFPCs, na adoção de critérios de RSA em seus investimentos, com a adesão aos Princípios para o Investimento Responsável (PRI) e ao Carbon Disclosure Project – CDP, as EFPCs brasileiras demonstraram que estão dispostas a adotar critérios socioambientais em seus investimentos.

Apesar de o número absoluto parecer relativamente pequeno em um universo de 278 EFPCs, constata-se que as dezoito entidades que aderiram ao PRI representam mais de 50% do total de investimentos do Sistema Fechado de Previdência Complementar, que somam cerca de R\$ 436 bilhões (ABRAPP, 2009). Segundo critérios definidos pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo - BOVESPA (2009), existem dois perfis de investidores interessados em ISR: (a) Os Pragmáticos, que são aqueles que compram ações listadas em índices de sustentabilidade, por conservadorismo, pois acreditam que essas companhias, além de mais chances de permanecerem produtivas pelas próximas décadas, sofrerão menos passivos judiciais com ações ambientais, trabalhistas e sociais, ou seja, menos risco; e (b) os Engajados, que, por comprometimento pessoal, decidem privilegiar as empresas que atuam de forma sustentável, com respeito a valores éticos, ambientais e sociais. Este tipo de investidor está disposto a pagar um valor maior pela ação de empresas que privilegiam os três pilares da sustentabilidade: econômico, ambiental e social.

De acordo com as ações que vêm sendo adotadas, os fundos de pensão poderiam, então, ser enquadrados no perfil “Engajados”, pois os compromissos públicos assumidos parecem demonstrar a existência de um comprometimento pessoal em privilegiar as empresas que atuam de forma sustentável, com respeito a valores éticos, ambientais e sociais.

Alguns entraves, no entanto, podem ser identificados na adoção de ISR pelos fundos de pensão. De acordo com estudo desenvolvido por Santiago (2009), percebe-se que, atualmente, existe uma lacuna entre a intenção e as práticas adotadas pelos fundos de

pensão brasileiros. Dentre elas, podem ser citadas: a falta de critérios formais e explícitos de responsabilidade social nas Políticas de Investimentos e a escassez de práticas de adoção de critérios de responsabilidade social/sustentabilidade, na avaliação de empresas a investir (valuation). Esta lacuna foi também identificada pela ABRAPP, em seu Relatório Social 2008, o qual apontou que poucos fundos utilizam critérios de sustentabilidade na gestão de seus ativos e possuem critérios de sustentabilidade em suas Políticas de Investimento (Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar ABRAPP, 2008).

Conforme apontado pela International Finance Corporation - IFC (2009), organização afiliada ao Banco Mundial e que promove investimentos no setor privado em países em desenvolvimento, a Governança Corporativa é o fator dominante nas decisões de investimento. Para Brandão (2007), coordenador do Grupo de Estudos de Sustentabilidade para as Empresas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, Governança Corporativa e Sustentabilidade estão interligadas, sendo que a postura desenvolvida pela boa governança alinha interesses entre os diversos stakeholders, ao gerar respeito, responsabilidade, valorização da diversidade e valorização da interdependência. Neste sentido, percebe-se que os fundos de pensão possuem outro ponto a aprimorar, uma vez que a sua grande maioria não considera aspectos de RSA em seus Códigos ou Manuais de Governança Corporativa (SANTIAGO, 2009).

### 3.1 ESTRATÉGIAS DE SELEÇÃO DOS ISR PELOS FUNDOS DE PENSÃO

Investimentos socialmente responsáveis podem ser alcançados através de diferentes métodos, cabendo, portanto, refletir sobre as formas de seleção de ISR pelos fundos. O método mais básico seria a inclusão ou exclusão de empresas, em função de suas atividades ou do risco que apresentam. Esta metodologia, conhecida como *exclusionary screening* ou *negative screening* (triagem negativa) e *qualitative screening* ou *positive screening* (triagem positiva), permite que os investidores efetuem uma seleção das empresas que melhor se enquadrem às suas políticas de investimento. A EUROSIF (2006); contudo, sugere uma metodologia customizada para os fundos de pensão, constituída de um arranjo de estratégias combinadas ao longo do tempo de vida do investimento, dividida em duas fases abordadas a seguir:

#### a) Fase pré-investimento

Consiste, primeiramente, na aplicação de *negative screening* ou triagem negativa, também chamada de exclusão, pois elimina a possibilidade de investimentos em determinadas companhias, setores econômicos ou países. Segundo a EUROSIF, *negative screening* pode ser considerada a origem do movimento de ISR, quando grupos de investidores religiosos nos Estados Unidos e Reino Unido começaram a excluir investimentos em setores de pornografia e álcool.

A aplicação de *negative screening*, pelos fundos de pensão, passa, primeiramente, pela identificação das áreas ou setores em que a triagem negativa pode ser aplicada. Posteriormente, é necessário determinar o nível de tolerância a ser adotado, isto porque existe uma dificuldade técnica na utilização do *negative screening* apenas como um mecanismo de exclusão: Muitas companhias podem não ter seus negócios inteiros, mas apenas uma parte deles em determinado setor que se deseja excluir. Dois exemplos de empresas brasileiras podem ser citados: (a) Taurus, produtora de armas de fogo, mas que também fabrica produtos como: capacetes de proteção, contêineres plásticos para coleta seletiva de lixo, ferramentas diversas e outros produtos; e (b) Embraer, que produz aviões para uso militar e de transporte civil. Em termos práticos, sugere-se que limite de tolerância seja estabelecido, a partir da identificação do *core business* da empresa, ou seja, verificando-se se a maior parte do faturamento da companhia tem origem no setor que se deseja excluir.

Posteriormente à aplicação de *negative screening*, é sugerida a aplicação de *positive screening*, que consiste em selecionar, dentro de um universo predeterminado, aquelas empresas que melhor estejam alinhadas à política de investimento do investidor. Existem diversas maneiras de se aplicar a *positive screening*, sendo a mais popular denominada *best-in-class*, ou os melhores dos setores, onde as ações são selecionadas, dentro de cada setor, pelo tamanho da empresa ou pela sua performance financeira. Outra metodologia seria a avaliação do Balanço Social, publicado pela empresa, ou a realização de uma análise, baseada no conceito do triple-bottom-line, ou seja, avaliação da performance social, ambiental e econômica.

Para os fundos de pensão, a EUROSIF sugere que, na triagem positiva, seja adotado, como balizador, um índice de sustentabilidade que considere, na sua formação, além do conceito do triple-bottom-line, aspectos relativos à governança corporativa. Conforme analisado por Campos (2006), os principais índices sociais são: Dow Jones Sustainability World Index, da Bolsa de Valores de Nova Iorque; FTSE4 Good Index, da Bolsa de Valores Londres; JSE SRI Index, da Bolsa de Valores de Johannesburgo; *Ethibel Sustainability Index*, elaborado a partir de dois índices globais: o ESI *Pioneer Global* e o ESI Excelência Global e mais dois índices regionais: o ESI Pioneer Europa e o ESI Excelência Europa; Calvert Index, desenvolvido Calvert Investments - Sustainable & Responsible Investing; KLD Index, elaborado pela KLD Research

No Brasil, a Bovespa, após discutir o tema com diversas entidades, associações e ONGs, incumbiu o Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas de elaborar o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial. Este índice tem, como missão, elencar as empresas que se destacam em RSA, com sustentabilidade de longo prazo, ser um referencial do desempenho das ações desse tipo de empresa e estimular boas práticas por parte das demais empresas. Apesar de ser relativamente recente, este índice já vem sendo amplamente utilizado pelos investidores institucionais brasileiros.

Não obstante a falta de aspectos de responsabilidade social nas Políticas de Investimentos da maioria das EFPCs brasileiras, conforme identificado no Relatório de Responsabilidade Social dos Fundos de Pensão (ABRAPP, 2008), observa-se que os fundos pesquisados já adotam critérios formais para seleção e gestão de seus investimentos, sendo utilizadas, além das metodologias tradicionais citadas anteriormente, outras ferramentas gerenciais, como: elaboração de índices próprios de sustentabilidade das empresas avaliadas e aplicação de Matriz de Atratividade Setorial, que visa a subsidiar decisões de investimentos e desinvestimentos, a partir da análise estrutural dos diversos setores da economia, considerando, dentre outros fatores de atratividade, aspectos macroeconômicos e questões sociais e ambientais.

Resumindo as metodologias disponíveis, pode-se estabelecer um modelo teórico que representaria a primeira fase, denominada pela EUROSIF como Pré-investimento, conforme apresentada na Figura 3.

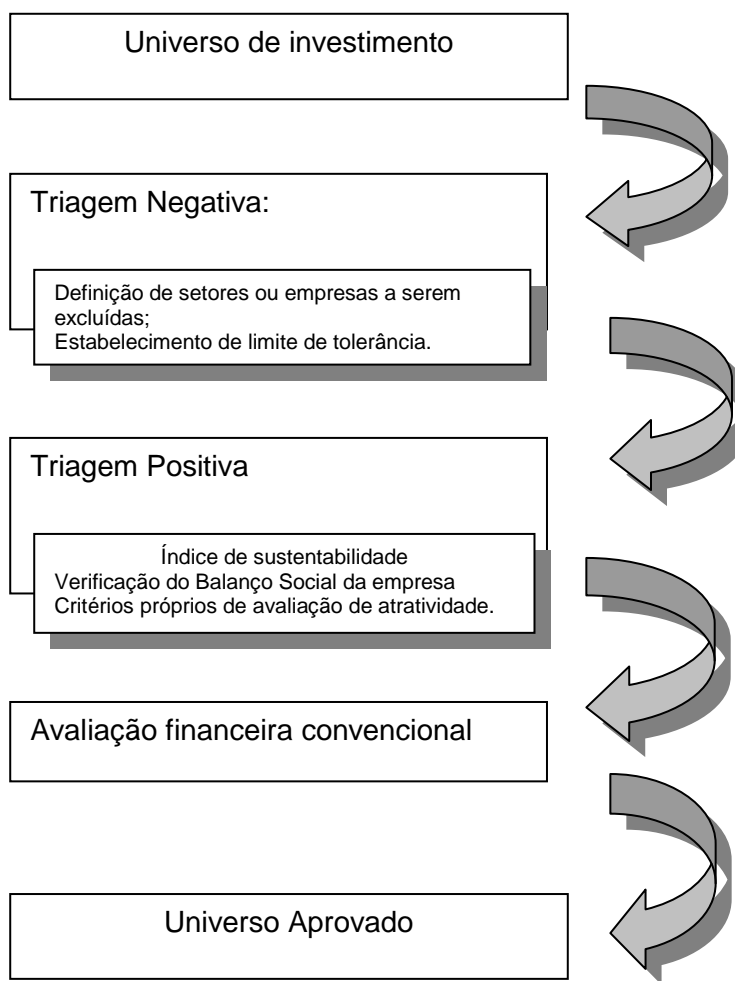


Figura 3 - Metodologia para seleção do ISR

b) Fase pós-investimento:

Esta fase consiste nas ações que os fundos de pensão podem adotar, junto às empresas nas quais eles investem, de modo a alinhá-las às suas políticas de investimento, e, na visão da EUROSIF (2006), contempla basicamente dois tipos de ações: (a) engajamento, que pode ser definido como uma influência na política corporativa, em virtude da posição como investidor e dos direitos associados; e (b) voto, que é uma parte integrante de um processo de engajamento.

Engajamento se concentra em Governança Corporativa e, se utilizada isoladamente, pode apresentar uma desvantagem em relação a uma estratégia combinada, pois o foco do engajamento é intrinsecamente limitado por fatores humanos, tais como: qualificação e envolvimento dos conselheiros e monitoramento das empresas participadas. Daí, constata-se a necessidade de os fundos de pensão buscarem um contínuo aperfeiçoamento dos processos de seleção e formação de seus conselheiros, bem como das práticas de monitoramento das empresas participadas.

Acionistas, como fundos de pensão, dispõem de uma variedade de métodos para exercer influência através do engajamento; dentre elas, podem ser citadas: discussão sobre questões sociais em reuniões de rotina entre os investidores institucionais e gestores da empresa; alinhamento com outros acionistas com as mesmas preocupações; utilização das Assembleias Gerais anuais para discutir questões de seu interesse; e o exercício do direito de voto, como, por exemplo, não aprovando relatório e contas ou vetando a reeleição de Diretores. Estes métodos, entretanto, tornam-se inócuos se não houver comprometimento e



dedicação do representante do investidor e um monitoramento eficiente das empresas participadas. Ressalta-se que monitoramento social e ambiental foi um dos pontos a aprimorar, identificado no trabalho desenvolvido por Santiago (2009).

Não obstante tratar-se de parte intrínseca do engajamento, por causa da pouca importância concedida à votação no passado, e em virtude de ser uma tendência de regulamentar, tornar o voto obrigatório, a EUROSIF considera o voto como uma estratégia própria.

Aquela entidade ressalta que, no passado, a maioria dos acionistas tendia a votar juntamente com o gestor ou deixava que os gestores decidissem no que votar. No entanto, isso começa a mudar, na medida em que os acionistas compreenderam a importância e relevância das votações. Na visão daquela entidade, hoje, tendo em conta os muitos escândalos, como Parmalat, voto não é apenas uma oportunidade, mas um dever, para os proprietários, de converter seus pontos de vista em decisões e perspectivas futuras de uma empresa. Com efeito, a capacidade para um investidor votar é inerentemente uma parte das questões de governança corporativa (EUROSIF, 2006).

Na Figura 4, estão resumidas as estratégias conjugadas, ao longo da vida do investimento:

### Estratégias de Investimento Responsável

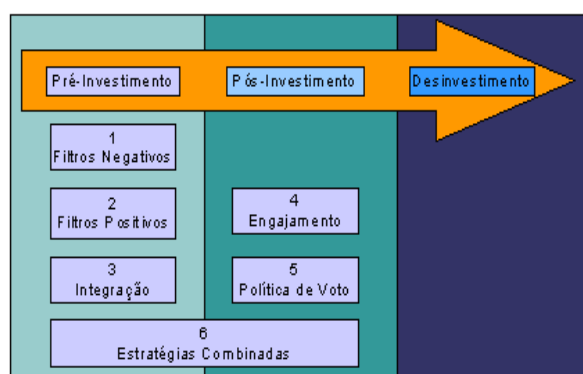


Figura 4. Estratégias de investimento responsável

Fonte: Adaptada da EUROSIF (2006)

### 3.2 PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO E DIVERSIFICAÇÃO DOS ISR NOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Os primeiros fundos de investimentos, com foco em sustentabilidade empresarial, surgiram nos EUA em meados da década de 80. A partir daí, observou-se um crescente e contínuo crescimento, tendo o volume da indústria desses fundos, nos EUA, alcançado, em 2007, US\$ 2,7 trilhões, ou seja, 10,76% do total dos investimentos (BOVESPA, 2009).

Segundo a Associação Nacional dos Bancos de Investimento [ANBID], os fundos "Sustentabilidade e Governança" apresentam um patrimônio líquido de cerca de R\$ 1.3 bilhões, equivalentes a 10% do total (ANBID, 2009).

Considerando que o Brasil é um dos países emergentes com maior potencial de desenvolvimento do mercado de investimento socialmente responsável, conforme apontado pelo Internacional Finance Corporation (IFC), acredita-se que a difusão do ISE da Bovespa, na formação das carteiras dos investimentos dos investidores institucionais, tende a crescer. Este crescimento deve receber grande impulso, em função da Resolução CMN 3.456, de 10/06/2007, que estabelece as diretrizes de aplicação dos investimentos dos fundos de pensão, autorizando-os, em seu artigo 22, a ampliarem seus investimentos em empresas incluídas nesse índice.

Ressalta-se que, apesar da atual crise financeira mundial, os fundos de pensão ainda contam com expressivo patrimônio, de cerca de R\$ 400 bilhões, equivalentes a 16,1% do PIB nacional (ABRAPP, 2009). Para Fontes Filho (2007), embora os dados apontem, hoje, para um percentual de 32% dos ativos das EFPCs direcionados à renda variável, o percentual investido pelo sistema, na modalidade de renda variável, seria de 16%, retirando-se, da amostra, a PREVI, o maior fundo de pensão do País, que concentra 31% dos ativos do Sistema de Previdência Complementar e tem 67% de seus investimentos em renda variável. Tal número demonstra que, no atual contexto, os fundos de pensão estão preferindo investir em renda fixa, com títulos do governo. Porém, este contexto deve mudar: de acordo com o gestor governamental do Ministério do Planejamento, Leonardo Paixão, e o Secretário de Previdência Complementar, Ricardo Pena (2007), os fundos de pensão terão de correr mais riscos, diante de um cenário de queda de juros, para manter a rentabilidade das suas aplicações. O Banco Central vem baixando a taxa básica de juros (Selic), que corrige os títulos públicos, uma das principais fontes de aplicação dos fundos. A estratégia dos fundos de pensão, então, deverá ser a diversificação da aplicação dos recursos (LABOSSIÈRE, 2009), o que deverá resultar em um maior direcionamento dos seus investimentos para o setor produtivo, através do mercado mobiliário.

Observa-se, ainda, que a diversificação dos investimentos dos fundos de pensão deve levar o conceito do ISR para além das fronteiras do mercado acionário. Um exemplo disso é o que acontece, atualmente, com o mercado imobiliário. Segundo Relatório de Ações de Responsabilidade Socioambiental, recentemente divulgado, a PREVI começa a considerar aspectos ambientais nos laudos de avaliação dos ativos imobiliários. Além disso, ações vêm sendo adotadas no sentido de adequar os imóveis de sua carteira a essa nova realidade, como, por exemplo, a adoção de tecnologias ambientais, com foco em eficiência de energia, conservação de água, reciclagem de material e Certificação Ambiental.

Demonstrando seu comprometimento com a RSA, a PREVI lançou, em 08.10.2009, o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança em Investimentos de Base Imobiliária, que aborda questões de Governança Corporativa em empreendimentos imobiliários, além de questões socioambientais, conforme pode ser observado a seguir:

[...] A PREVI aceita a ideia de que a adoção de práticas de responsabilidade socioambiental possa implicar a recusa de oportunidades aparentemente rentáveis, quando considerados apenas os impactos no curto prazo. Entendemos que tal recusa justifica-se quando as mesmas não se demonstrarem sustentáveis ao longo do tempo em si próprias, ou quando, de alguma forma, representarem um risco para o ambiente (social, natural e econômico) no qual atuamos. Alguns exemplos são: o uso de tecnologia construtiva que propicie menores índices de gastos com água e energia, aí inclusos os sistemas para seu reuso ou armazenamento; uso de material construtivo, produzido a partir de reciclagem; e intensificação do uso de áreas verdes no empreendimento [...].

Mas as recomendações do documento não param por aí e orientam para que:

[...] Da mesma forma, os síndicos ou administradoras dos empreendimentos de base imobiliária devem adotar em sua gestão os princípios de proteção dos direitos humanos, a valorização da diversidade, e estimular a adequação dos imóveis à implementação de um Programa de Gestão Ecoeficiente que tenha como objetivo reduzir o consumo de insumos, os custos operacionais e o impacto no meio ambiente [...] (PREVI, 2009. p.13).

Dentro de orientação semelhante, a Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social - VALIA divulgou, em seu site, a aquisição de imóvel na cidade de São Paulo, denominado Continental Tower. Segundo a VALIA, o empreendimento despertou o interesse daquela entidade devido a três fatores principais. Um deles diz respeito ao alinhamento com a Política de Investimentos, sobretudo no que tange à questão ambiental, pois, desde 2008, a Fundação aderiu ao PRI (Principles for Responsible Investment), princípios através dos quais são incorporadas as questões ambientais, sociais e de governança nas análises dos

seus investimentos. O Continental Tower, de acordo com eles, já possui a pré-certificação ambiental de Green Building da LEED – Leadership in Energy and Environmental Design, por seguir certos padrões de sustentabilidade, como reaproveitamento de águas pluviais, reciclagem de lixo e uso de madeiras certificadas (VALIA, 2009).

Outro tipo de investimento, que se desponta como uma alternativa para diversificação das carteiras dos fundos de pensão, é a infraestrutura. De acordo com Inderst (2009), investimentos em infraestrutura apresentam-se interessantes para os fundos, porque possuem, dentre outras características, fluxos de caixa estáveis e previsíveis ao longo prazo, menor suscetibilidade às flutuações do mercado, baixa correlação com as outras classes de ativos (oferta potencial de diversificação) e caráter social, pois suprem o fornecimento de bens essenciais para a sociedade.

O autor destaca que a participação de fundos de pensão em infraestrutura tem sido tradicionalmente efetuada através de aquisição de cotas de fundos de investimentos, por meio de instrumentos de dívida (debêntures, certificados) ou de participação (ações), através de participações em empresas. No entanto, alguns dos maiores fundos do mundo estão começando a investir por meio de fundos de capital privado ou, ocasionalmente, diretamente. Para tanto, o autor cita os fundos de pensão Australianos, canadenses e holandeses como líderes neste campo.

Na visão de Inderst (2009), os investimentos privados em infraestrutura tendem a apresentar um forte crescimento nos próximos anos, em virtude da tendência mundial de desestatização e como decorrência do direcionamento dos investimentos públicos para itens prioritários. Nesta linha, considerando sua vocação para aplicações de longo prazo, os fundos de pensão surgem como potenciais investidores.

De acordo com Lucinda (2008), o setor de fundos de pensão tem o potencial para se tornar um importante player no financiamento dos investimentos em infraestrutura no Brasil. Contudo, o autor aponta duas incompatibilidades entre as principais características dos projetos de investimento em infraestrutura e as necessidades dos fundos de pensão: baixa liquidez do investimento e maiores riscos associados.

Na visão de Correa, Andres, Dayoub (2007), a mitigação do risco de investimentos em infraestrutura no Brasil é uma questão particularmente muito importante para a atração de financiamento privado. Segundo os autores, o maior nível de exposição a riscos desse tipo de investimento explica, em parte, as dificuldades em estimular os investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão, a participarem das iniciativas do setor de infraestrutura no Brasil. Para os autores, o incentivo, para maiores investimentos privados em infraestrutura, requer: (a) estímulo do governo para criação de um ambiente regulador estável e confiável, que permita que os investidores obtenham os dividendos adequados no longo prazo; (b) eliminação dos gargalos legais e de políticas que ainda subsistem; (c) melhoria do planejamento dos contratos, para evitar as renegociações excessivas das concessões; (d) aumento desnecessário dos riscos regulatórios e do custo de capital; (e) melhoria da eficiência das agências reguladoras de infraestrutura, aprimorando a governança regulatória.

Já na visão de Lucinda (2008), a adoção de técnicas de financiamento estruturado, assim denominados todos os arranjos financeiros que servem para refinar e proteger de risco qualquer atividade econômica lucrativa, além do escopo das formas tradicionais de títulos (dívida e ações), a um custo de capital mais baixo, incluindo a securitização dos ativos (transformação de um conjunto de ativos financeiros em obrigações negociáveis) - e as transações com derivativos, também ofereceriam formas de proteção contra os riscos do projeto, bem como resolveria a questão da liquidez, conseguindo reduzir a distância entre as características dos projetos de investimento em infraestrutura e as necessidades dos fundos de pensão.

Não obstante a escassez de medidas mitigadoras de riscos e de aumento da liquidez, como mencionadas por Correa, Andres, Dayoub (2007) e Lucinda (2008), observa-

se, nos últimos anos, um crescente do interesse dos maiores fundos de pensão brasileiros por investimentos em infraestrutura (BACOCINA, 2007). Como exemplo, podem ser citadas as participações dos fundos pesquisados em investimentos em rodovias e metrô, bem como a possibilidade de participação daquelas entidades na Empresa de Transporte Ferroviário de Alta Velocidade – Trem Bala (PAUL, 2010), sem falar nas perspectivas decorrentes da realização da Copa do Mundo de Futebol, em 2014, e Olimpíadas, em 2016, como vem sendo amplamente divulgado pela mídia (CARNEIRO, 2010; LUNA, 2010).

#### **4. CONCLUSÕES**

Ainda que restrito aos quatro dos cinco maiores fundos de pensão brasileiros, este estudo mostrou que os dados sugerem que estes investidores estão adotando políticas de investimento alinhadas ao ISR. Particularmente, ficou igualmente evidenciado que existem grandes perspectivas para que os fundos de pensão brasileiros ampliem seus investimentos no setor produtivo, em imóveis e em infra estrutura, dentro daqueles critérios.

Não obstante, apesar de alguns fundos terem demonstrado, publicamente, que estão interessados nas questões de RSA, percebe-se que ainda existe uma lacuna entre a intenção e a prática, inclusive porque, mesmo teoricamente, continua a haver controvérsias sobre o ISR. De qualquer forma, tal lacuna poderá ser eliminada, ou pelo menos minimizada, se os fundos de pensão, de um modo geral, se conscientizarem da necessidade de aprimorar seus modelos de gestão e desenvolverem ferramentas gerenciais rumo à sustentabilidade.

Neste sentido, nota-se que a ABRAPP, em parceria com o Instituto Ethos e alguns fundos de pensão, vem mantendo um movimento, objetivando identificar e disseminar as boas práticas de RSA, bem como estimular a adoção de ações conjuntas, que visem a contribuir para o desenvolvimento do sistema de previdência complementar como um todo. Assim, o presente trabalho, ao analisar as estratégias e critérios que vêm sendo atualmente adotados pelos três maiores fundos de pensão brasileiros, no que diz respeito a ISR, bem como as perspectivas de crescimento deste tipo de investimento no país, pode também se constituir em ferramenta útil para qualificar as práticas existentes ou propostas, servindo como um primeiro termômetro de autoavaliação para as EFPCs, da mesma forma que para outros investidores institucionais e, até mesmo, para os órgãos reguladores governamentais, no sentido de assegurar um padrão de investimento voltado para o desenvolvimento sustentável da sociedade.

#### **5. REFERÊNCIAS**

AMARAL, H.; VILAÇA C.; BRESSAN, V. Fundos de Pensão como Formadores de Poupança Interna: Uma Alternativa para o Financiamento da Atividade Econômica. **Revista de Administração. Contemporânea**, v. 8, n.2, p. 137-158, 2004.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - **Consolidado Estatístico - Abril/2009**. Disponível em: [www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/ConsolidadoEstatistico\\_04\\_09.pdf](http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/ConsolidadoEstatistico_04_09.pdf). Acesso em 09 ago.2009.

\_\_\_\_\_. (2008). **A contribuição dos fundos de pensão para o desenvolvimento sustentável no Brasil** (Relatório Social das Entidades Fechadas de Previdência Complementar- 2008). Disponível em: <http://www.abrapp.org.br>. Acesso em 25 jan.2009.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Ranking e estatísticas Fundos de Investimentos**. 2009. Disponível em: [www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec\\_ESTADISTICAS\\_FUNDOS\\_EstDia&db=CalSQL2000](http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec_ESTADISTICAS_FUNDOS_EstDia&db=CalSQL2000). Acesso em: 10 ago.2009.

BACOCINA, D. Previ 3.0. **Revista Isto é Dinheiro**, 2007. Disponível em: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:05J-VUIJPd0J:https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2010/6/8/previ-3.0/%3Fsearchterm%3D+Previ+3.0+%22Isto+%C3%89+Dinheiro%22&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br>. Acesso em: 25 ago. 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. **Sobre o ISE**, 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/ResumoISENovo.pdf>. Acesso em: 10 ago.2009

BRANDÃO, C. E. L. A Relevância da Sustentabilidade para a Governança Corporativa. **Seminário sobre a Importância dos websites de sustentabilidade para públicos estratégicos**. 2007. Disponível em: [http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/websites\\_de\\_sustentabilidade/Carlos\\_Eduardo\\_Lessa\\_Brandao.pdf](http://www.ibri.com.br/download/eventos/2007/websites_de_sustentabilidade/Carlos_Eduardo_Lessa_Brandao.pdf). Acesso em 10 jan.2010.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa em Investimentos de Base Imobiliária**. p. 1-27, 2009. Disponível em: [http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI\\_DESENV/DOCUMENTOS/CODIGO\\_GOV\\_CORPORATIVA\\_IMOVEIS.PDF](http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI_DESENV/DOCUMENTOS/CODIGO_GOV_CORPORATIVA_IMOVEIS.PDF). Acesso em 10 jan.2010.

CAMPBELL, J. L. Why Would Corporation Behave in Socially Responsible Way? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 946-967, 2005.

CAMPOS, F. M. de. **Incorporação das Questões Ambientais e Sociais na Definição de Carteiras de Investimentos: conceito e desempenho recente de índices internacionais e iniciativas nacionais**. Dissertação de Mestrado em Administração. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil, 2006.

CARNEIRO, L. Previ planeja investir R\$ 3 bilhões em imóveis comerciais até 2016. **Jornal O Globo**, 2010. Indicadores. Disponível em: <https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2010/8/7/previ-planeja-investir-r-3-bilhoes-em-imoveis-comerciais-ate-2016/?searchterm=>. Acesso em 07 ago.2010.

CLARK, G. L.; HEBB, T. Understanding Pension Fund Corporate Engagement in a Global Arena. In: SEMINAR UNDERSTANDING PENSION FUND CORPORATE ENGAGEMENT IN A GLOBAL Arena. School of Geography and the Environment and Said Business School, University of Oxford., 2002. **Anais...**2002.

CORREA, P.; ANDRES, L. A.; DAYOUB, M. **Como Revitalizar os Investimentos em Infra-Estrutura no Brasil: Políticas Públicas para uma Melhor Participação do Setor Privado**. Relatório Principal do Departamento de Finanças, Setor privado e Infra-estrutura da América Latina e do Caribe 1 (36624-BR), Washington: Banco Mundial, 2007.

DRUCKER, P. **Managing in Time of Great Change** 1a. ed. New York: Truman Talley Books, 1995.

EUROPEAN SUSTENTABLE INVESTING FORUM – **European SRI Survey 2008**. Disponível em: [http://www.eurosif.org/publications/sri\\_studies](http://www.eurosif.org/publications/sri_studies). Acesso em: 15 set.2009.

\_\_\_\_\_. **Pension Programme. Socially Responsible Investment 2004-2005**. Pension Programa RSI Toolkit, 2006. Disponível em: [http://www.eurosif.org/publications/sri\\_studies](http://www.eurosif.org/publications/sri_studies). Acesso em 15 set.2009.

FISMAN, R.; HEAL, G.; NAI, V. B. **A model of corporate philanthropy** [Working Paper nº 6]. Knowledge@Wharton Research Center: Finance Department, Columbia University, NY 2006.

FONTES FILHO; J. R. Investidores institucionais e o Desenvolvimento dos Investimentos Socialmente Responsáveis no Brasil. [Versão eletrônica]. **Boletim Responsabilidade Social e Ambiental do Sistema Financeiro**, v. 2, n.19, p.1-2, 2007.

FUNDAÇÃO VALE DO RIO DOCE DE SEGURIDADE SOCIAL. Valia Compra imóvel na Cidade de São Paulo. **Jornal Valia**, jul.2009, Disponível em: [https://www.valia.com.br/jornal\\_especial.asp](https://www.valia.com.br/jornal_especial.asp). Acesso em: 30 ago.2009.

GARCIA, J. **O Negócio do Social**. Rio de Janeiro: Editora Zahar, 2004.

GECZY, C.; STAMBAUGH, R. F.; LENIN, D. **Investing in Socially Responsible Mutual Funds**, 2003. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=416380](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416380). Acesso em 01 set.2009.

GILLIAN, S.; STARKS, L. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, 2000, n. 57, p. 275-305.

GOMES, E. R. Além do Mercado: Origens, Trajetória e Características da Responsabilidade Social das Empresas no Brasil. In: GOMES, A. C. (Ed.). **Direitos e Cidadania: Justiça, Poder e Mídia**. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 2007

GRAYSON, D.; HODEGES, A. **Compromisso social e gestão empresarial**. Tradução de Carlos Mendes Rosa, César Taylor, Mônica Tambelli. São Paulo: Publifolha, 2003.

HUGHEY, A.; VILLARREAL, P. **Socially Responsible Investing**. National Center for Policy Analysis (Brief nº 657. Mai.2009).

INDERST, G. **Pension Fund Investment in Infrastructure**. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions. France, 2009.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. **Gaining ground**. Integring environmental, social and a governance (ESG) factors into investment processes in emerging markets, 2009.

\_\_\_\_\_. **Sustainable Investment in Brasil**. Final Report. 2009.

KEMPF, A.; OSHTHOFF, P. **The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance**. [Working Paper nº 6-10] CFR, 2007.

LABOSSIÈRE, P. **Com a queda dos juros, fundos de pensão terão que diversificar investimentos.** Agência Brasil, 2009. Disponível em: <http://www.jusbrasil.com.br/noticias/950846/com-a-queda-dos-juros-fundos-de-pensao-terao-que-diversificar-investimentos>. Acesso em 23 set.2009.

LUCINDA, C. R. de. **Financiamento Estruturado para Infra-estrutura.** Conjuntura da Infra-Estrutura. 3. ed, 2008. Disponível em: [http://www.abdib.org.br/index/conjuntura\\_infraestrutura\\_materia.cfm?id\\_edicao=3&id\\_secao=4&id\\_chapeu=1&id\\_materia=1](http://www.abdib.org.br/index/conjuntura_infraestrutura_materia.cfm?id_edicao=3&id_secao=4&id_chapeu=1&id_materia=1). Acesso em: 26 set.2009.

LUNA, D. Previ pode investir mais em infraestrutura, diz novo dirigente. **Portal Exame**, 2010. Disponível em: <http://www.portalexame.abril.com.br/negocios/previ-pode-investir-mais-infraestrutura-diz-novo-dirigente-565691.html>. Acesso em 25 ago. 2010.

PAUL, G. Fundos de Pensão entrarão no trem-bala. **Jornal O Globo**, 2010. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/07/19/fundos-de-pensao-entrarao-no-trem-bala-917191879.asp>. Acesso em 25 ago.2010.

PENA, R.; PAIXÃO, L. Fundos de Pensão e infra-estrutura. **Jornal Gazeta Mercantil**, 2007, Caderno de Finanças & Mercados. Disponível em: [http://previdencia.gov.br/arquivos/office/3\\_081024-103125-662.pdf](http://previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081024-103125-662.pdf). Acesso em 01 jun. 2010.

RENNEBOOG, L.; HORST, J.; ZHANG, C. Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and a Investor Behavior. **Journal of Banking & Finance**, 2008. n.32, p.1723–1742.

RICHARDSON, B. J. **Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?** Social Science Research Network. York University, Toronto, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=970236>. Acesso em: 19 ago.2009.

SANTANA, C. H. V. BNDES e Fundos de Pensão: inserção externa das empresas brasileiras e graus de coordenação. **Ponto de Vista** , v.1, n.1, p.1-30, 2008.

SANTIAGO, R. D. **Sustentabilidade e Responsabilidade Socioambiental dos Fundos de Pensão Brasileiros: Modelo de Avaliação.** Dissertação de Mestrado em Sistemas de Gestão. Universidade Federal Fluminense, Niterói, Rio de Janeiro, Brasil, 2009.

SANTIAGO, R. D. e GOMES, Eduardo R. Estratégias de responsabilidade socioambiental: análise comparativa dos conteúdos dos Websites de entidades fechadas de Previdência Complementar. **Sistemas e Gestão**, v. 4, n. 1, p. 1-20, 2009. Disponível em: <http://www.uff.br/sg/index.php/sg/article/viewFile/V4N1A2/V4N1A5>

SCHIAVO, F. T. **Os Investimentos Socialmente Responsáveis e os Investidores Socialmente Responsáveis.** Dissertação de Mestrado em Administração Pública. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2007.

SETHI, P. S. Dimension is of Corporate Social Performance: an Anakytical Framework. **California Management Review**, v. 3, n.3, p.58-64, 1975.

SOCIAL INVESTMENT FÓRUM. **Reporte on Socially Responsible Investing Trends in the United States**, 2008.

STATMAN, M.; GLUSHKOV, D. The wages of social responsibility. **Financial Analysts Journal**, v. 65, n. 4, p. 774-800, 2009.

STIGLITZ, J. E. **Principal and agent.**, The New Palgrave: A Dictionary of Economics, v. 3, pp. 966-71, 1987

STONE, B. K.; GUERARD, J. B. Jr; GULTEKIN, M.; ADAMS, G. **Socially Responsible Investment Screening: Strong Empirical Evidence of no Significant Cost for Actively Managed Value-Focused Portfolios** [Working Paper], Marriott School, Brigham Young University. Utah, 2001.

VIEDERMAN, S. New Directions in Fiduciary Responsibility. **Journal of Practical Estate Planning**, p. 31-34, 2003.

VOGEL, S. K. **Freer Markets, more rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries**. 1a. ed..New York: Cornell University Press, 1996.



## **Pension Funds and Social Responsibility: an expanding Sum Game between the Public and Private Sectors in Brazil?**

Ricardo Domingues Santiago, ricardo.d.s@uol.com.br

Eduardo R. Gomes, gomeduar@gmail.com

Universidade Federal Fluminense, Mestrado em Sistemas de Gestão, LATEC/UFF, Niterói, RJ, Brasil

\* Received: April, 2010 / Accepted: August, 2010

### **ABSTRACT**

*The idea of “Socially Responsible Investment” (SRI) has been gaining increasingly attention in the academic and entrepreneurial worlds. The pension funds are particularly at stake in this case, given that this is a debate on how investors can articulate their financial interests with social and environmental responsibility, and that they can be of great influence on the market in this respect. Based on an exploratory research of the Brazilian pension funds, this article is an analysis of their actual practices with reference of SRI. We conclude that the pension funds have indeed been incorporating this approach that favors a more sustainable development, in addition to the socio economic ones.*

**Keywords:** Socially Responsible Investment. Pension Funds. Social and Environmental Responsibility.

---