

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)**

Eduardo Silveira Fernandes

**CONTRIBUIÇÃO PARA A AVALIAÇÃO DO VALOR DA
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL NA COMPANHIA NATURA
COSMÉTICOS S/A**

**Porto Alegre
2010**

Eduardo Silveira Fernandes

**CONTRIBUIÇÃO PARA A AVALIAÇÃO DO VALOR DA
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL NA COMPANHIA NATURA
COSMÉTICOS S/A**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Luís Felipe M. do Nascimento

**Porto Alegre
2010**

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai, Emilio, e minha madrasta, Maria Teresa, por insistirem, e quase obrigarem, que eu tentasse ao menos uma vez o vestibular para a federal. Se não fossem eles, eu provavelmente deixaria de desfrutar as tantas experiências fascinantes que vivenciei na UFRGS, e que me fizeram ser alguém melhor.

A minha mãe, Denise, pela companhia, paciência e compreensão ao longo de toda a faculdade.

A minha namorada, Jaqueline, pelo apoio incondicional e pelo prestativo auxílio à elaboração desse estudo. Seus sermões e puxões-de-orelha ajudaram a transpor as minhas maiores dificuldades.

As minhas avós, pelos almoços fartos e apetitosos, que me fizeram crescer forte e saudável.

Ao professor Dr. Luis Felipe do Nascimento, por aceitar o desafio de me conduzir neste estudo e ter contribuído para que o caminho na elaboração do mesmo fosse menos tortuoso.

Ao Carlos e à Daiane, mestrandos do professor Felipe, que contribuíram com dicas relevantes à elaboração desse estudo.

Aos grandes amigos da Tropa, que poderiam ser como tantos outros colegas que passam despercebidos pela nossa vida, mas tornaram os cinco anos de faculdade uma jornada repleta de ótimas lembranças e amizades verdadeiras.

E aos demais familiares e amigos, que de alguma forma ou outra contribuíram nessa busca pelo crescimento pessoal e profissional.

RESUMO

O presente estudo analisa, a partir da adaptação de um modelo existente, o valor da sustentabilidade em uma empresa de cosméticos. Atualmente o sistema produtivo passa por mudanças profundas, em busca de um modelo de crescimento sustentável. Entretanto ainda é difícil estimar o retorno dos investimentos em sustentabilidade, visto que toda empresa, a não ser que por imposição do estado ou do mercado, somente fará aportes de capital em projetos que gerem lucros futuros. A sustentabilidade, quando reconhecida e valorizada pelos *stakeholders*, equivale a um ativo intangível da Companhia, assim como a marca e a reputação. Mensurando o valor da empresa como um todo, a partir do modelo de fluxo de caixa descontado, e, em seguida, deduzindo-se o valor dos ativos tangíveis, se obtém, por consequência, os intangíveis. Resta, então, estimar o quanto destes ativos intangíveis corresponde ao valor agregado pela responsabilidade socioambiental. Com o intuito de verificar o valor da sustentabilidade na Natura S/A, o estudo sugere que ao estimar o valor dado por cada grupo de interesse aos aspectos socioambientais, é possível considerar que este valor percebido corresponde ao valor da sustentabilidade na empresa. Realizando algumas simplificações a partir do cenário ideal, a fim de viabilizar a aplicação do modelo, foi calculado o valor da sustentabilidade e os resultados analisados demonstram que é crescente a importância de uma gestão voltada para o desenvolvimento sustentável; e que as empresas que souberem visualizar estas oportunidades e agir, tendem a colher bons resultados.

Palavras-chave: sustentabilidade; gestão socioambiental; ativos intangíveis.

ABSTRACT

This study examines, from the adaptation of an existing model, the value of the sustainability in a cosmetics company. Currently, the production system undergoes profound changes, in the search for a sustainable growth model. However, it is still difficult to estimate the return of sustainability investments, since every company, unless it is imposed by a state or the market, will only invest in projects that generate future profits. The environmental responsibility, when it is recognized and valued by the *stakeholders*, is equivalent to an intangible asset of the Company, as well as brand and reputation. Measuring the value of the company as a whole, from the model of discounted cash flow, and then deducting the value of tangible assets, it is obtained the intangibles. It remains then to estimate how many of these intangible assets represents the value added of the environmental responsibility. In order to check how much the sustainability value at Natura S/A, the study suggests that when estimating the value given by each group of interest to environmental aspects, it is arguable that this perceived value is the value of sustainability in business. Making some simplifications from the ideal scenario, in order to enable the application of the model, it was calculated the value of sustainability and the analyzed results showed the increase of the importance of managing toward sustainable development; and also that companies which are able to view this opportunity and take action, tend to reach good results.

Keywords: sustainability, social and environmental management; intangible assets.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Modelo Residual para Avaliação de Ativos Intangíveis	30
Figura 2 – Modelo do Fluxo de Caixa Descontado (FCFF)	31
Figura 3 – Modelo do Fluxo de Caixa Descontado em Crescimento Estável	32
Figura 4 – Versão Geral do Modelo FCFF	33
Figura 5 – Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	34
Figura 6 – Beta do Ativo (β)	35
Figura 7 – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	36
Figura 8 – Modelo de Black-Scholes para Opções de Compra.....	37
Figura 9 – Índice de Sustentabilidade	45
Figura 10 – Modelo Residual de Ativos Intangíveis Sustentáveis (AIS)	46
Figura 11 – Modelo Geral do Coeficiente de Sustentabilidade	47
Figura 12 – Índice de Sustentabilidade Interna	48
Figura 13 – Índice de Sustentabilidade do Consumidor (Externa)	48
Figura 14 – Análise do Valor da Empresa.....	57
Figura 15 – Evolução Valor Empresa e Valor Sustentabilidade	60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Prêmios Conquistados em 2009	40
Tabela 2 - Matriz de Investimentos	47
Tabela 3 - Variáveis <i>Kpl</i>	50
Tabela 4 - Variáveis <i>Kd</i>	50
Tabela 5 - Variáveis WACC	51
Tabela 6 - Taxa de Crescimento (<i>g</i>)	52
Tabela 7 - Variáveis para Cálculo do FCFF	52
Tabela 8 - Atingimento de Metas de Resp. Socioambiental	53
Tabela 9 - Variáveis Índice de Sustentabilidade Interna	54
Tabela 10 - Pesquisa Sobre Imagem da Marca	55
Tabela 11 - Variáveis Índice de Sustentabilidade Externa	55
Tabela 12 - Valor Estimado da Sustentabilidade na Natura S/A	56
Tabela 13 - Valor Empresa - Natura S/A	57
Tabela 14 - Análise Horizontal e Vertical	59
Tabela 15 - Representatividade da Sustentabilidade no Valor da Natura	60
Tabela 16 - Retorno dos Investimentos em Sustentabilidade	61

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABIHPEC – Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos

B-S – Black-Scholes, Modelo de

CAPM – *Capital Asset Price Method*, ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

CDI – Certificados de Depósitos Interbancários

CEO – *Chief Executive Officer*, equivalente a "diretor-executivo" ou "diretor-geral"

CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CORECON-SP – Conselho Regional de Economia de São Paulo

CPI-U – *Consumer Price Index for All Urban Consumers*

DJSI – *Dow Jones Sustainability Index*

EBIT – *Earnings Before Interest and Tax*, ou LAJIR (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda)

FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*, ou Fluxo de Caixa Livre da Empresa

GRI – *Global Reporting Initiative*

IBASE – Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBOV – Índice Bovespa

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IR – Imposto de Renda

ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial

ISEA – *Institute of Social and Ethical Accountability*

ISO – *International Organization for Standardization*

MBRL – Milhões de Reais

MSCI – *Morgan Stanley Capital International*

NATU3 – Código das ações ordinárias da Natura S/A na Bolsa de Valores de São Paulo

OIT – Organização Internacional do Trabalho

ONG – Organização Não-Governamental

ONU – Organização das Nações Unidas

ROA – *Return On Assets*, ou Retorno sobre os Ativos

ROE – *Return On Equity*, ou Retorno sobre o Patrimônio

ROI – *Return On Investment*, ou Retorno sobre o Investimento

RSE – Responsabilidade Social Empresarial

S/A – Sociedade Anônima

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, ou Custo Médio Ponderado do
Capital

LISTA DE SÍMBOLOS

- AI – Ativos Intangíveis
- AIcl – Ativos Intangíveis que não estejam produzindo receita
- AIS – Ativos Intangíveis de Sustentabilidade
- AM – Atingimento Médio (Metas Responsabilidade Socioambiental) no período
- ATcc – Ativos Tangíveis a custo corrente
- b – Taxa de Reinvestimento
- D – Dívida ou Capital de Terceiros
- DI – Diferença entre inflação brasileira e inflação norte-americana
- E(R) – Retorno esperado
- E[Rm] – Retorno esperado da carteira de mercado
- g – Taxa de Crescimento
- i_e – Índice de Sustentabilidade do Consumidor (Externa)
- i_i – Índice de Sustentabilidade Interna
- i_s – Índice de Sustentabilidade da empresa
- IS – Investimentos em Sustentabilidade
- IT – Investimento Total
- K – Preço de exercício da opção
- Kd – Custo da Dívida
- Kpa – Custo das Ações Preferenciais
- Kpl – Custo do Patrimônio Líquido;
- PC – Passivo Circulante
- PL – Patrimônio Líquido
- r – Taxa de juros livre de risco correspondente à vida da opção
- Rf – Taxa livre de risco
- Rp – Risco-país
- S – Valor atual do ativo subjacente
- t – Vida remanescente até vencimento da opção

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	12
1.2	JUSTIFICATIVA	14
1.3	OBJETIVOS	16
1.3.1	Objetivo Geral.....	16
1.3.2	Objetivos Específicos	16
2	REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA GESTÃO AMBIENTAL.....	17
2.2	OS ASPECTOS SOCIAIS.....	18
2.3	A FUSÃO DOS ELEMENTOS SOCIOAMBIENTAIS = SUSTENTABILIDADE.....	20
2.4	ESTÁGIO ATUAL DA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL	22
2.5	DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL X DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO- FINANCEIRO.....	24
2.6	METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DO IMPACTO DE POLÍTICAS SOCIOAMBIENTAIS	27
2.7	ATIVOS INTANGÍVEIS E SUA MENSURAÇÃO	28
2.7.1	Método do Fluxo de Caixa Descontado ou Modelo FCFF.....	31
2.7.2	Método FCFF de Crescimento Estável.....	32
2.7.3	Versão Geral do Modelo FCFF.....	33
2.7.4	Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	34
2.7.5	Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	35
2.7.6	Precificação de Opções Reais.....	36
3	UM CASE DE SUCESSO SUSTENTÁVEL: NATURA S/A.....	38
4	METODOLOGIA	41
4.1	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	41
4.2	DELINEAMENTO DA PESQUISA	42
4.2.1	Índice de Sustentabilidade e o Modelo AIS	44
4.2.2	Construção do Estudo de Caso.....	46
4.3	COLETA DE DADOS.....	49
4.3.1	Aplicação do Modelo AIS na Natura S/A	49

5	ANÁLISE DOS RESULTADOS	57
5.1	VALOR DA EMPRESA X PREÇO DE MERCADO	57
5.2	O VALOR DA SUSTENTABILIDADE NA NATURA.....	58
5.3	INDICADOR DE RENTABILIDADE	60
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65
	ANEXO A – EVOLUÇÃO MENSAL CDI	72
	ANEXO B – EVOLUÇÃO ANUAL PIB BRASIL E SETOR DE HIGIENE PESSOAL, PERFUMARIA E COSMÉTICOS	73
	ANEXO C – BALANÇO PATRIMONAL NATURA S/A	74
	ANEXO D – EVOLUÇÃO DAS VENDAS DO SETOR DE HIGIENE PESSOAL, PERFUMARIA E COSMÉTICOS	76
	ANEXO E – CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE DA NATURA S/A.....	77
	ANEXO F – MATRIZ DE METAS DE RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL NATURA – RELATÓRIO ANUAL DE 2009.....	78
	ANEXO G – MATRIZ DE INVESTIMENTOS DA NATURA S/A	79

1 INTRODUÇÃO

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Durante centenas de anos as empresas atuaram em um ambiente com regras operacionais baseadas na extração agressiva de recursos, na maximização da produção e no descarte inconsequente de resíduos. Um modelo rotulado de “pega, fabrica e descarta”, pela ambientalista Vet (2010), que aborda as formas de produção tradicionais. O que acontecia antes e depois do processo industrial não era um problema do gestor e o lucro era uma consequência disso e os gestores eram avaliados pela competência em operar dessa maneira. Nesse contexto cabia às empresas o papel de serem rentáveis e pagadoras de salários e impostos; aos governos, cuidar do bem-estar social.

Contudo, nas últimas décadas, questões como desmatamento, aquecimento global, crescimento de desigualdades sociais, exploração de trabalho infantil, e outros problemas de ordem socioambiental, tornaram-se cada vez mais presentes no cotidiano das pessoas. Nesse novo cenário, o papel das empresas é questionado quanto a sua parcela de responsabilidade e de participação no aumento dessas problemáticas.

É também cada vez maior a pressão de grupos de interesses diversos, os chamados *stakeholders*¹, sobre as organizações para que adotem um posicionamento correto, onde além de gerar empregos e lucros, devem, também, se preocupar com as questões ambientais e sociais, já que todas essas questões estão inter-relacionadas. Dessa forma, começa a emergir um ambiente de economia circular, caracterizado pela extração eficiente de recursos, pela maior produção com menor utilização de insumos, pela reciclagem de resíduos, pelo consumo ético e "educado" e pela necessidade de assumir a responsabilidade por seus produtos e serviços no pós-consumo. Resumindo, um processo produtivo sustentável, que atenda as necessidades atuais sem comprometer as gerações futuras.

¹ Indivíduos ou entidades que assumam algum tipo de risco, direto ou indireto, em face da sociedade.

O desenvolvimento sustentável se apoia em três pilares conhecidos por *triple bottom line*: desempenho econômico-financeiro, social e ambiental (ARANTES, 2006). Esta visão está mudando a percepção do valor das empresas.

Conceitualmente, sustentabilidade remete àquele que pode se sustentar, capaz de se manter mais ou menos constante, ou estável, por longo período. (AURELIO, 2009). A definição mais utilizada atualmente foi criada no começo da década de 80 por Lester Brown, fundador do Instituto Worldwatch, que definiu a sociedade sustentável como aquela que é capaz de satisfazer suas necessidades sem comprometer as chances de sobrevivência das gerações futuras.

Vista hoje como "ativo", a sustentabilidade faz parte do grupo de intangíveis, junto a fatores que, de certo modo, estão sob o seu "guarda-chuva" conceitual, como reputação, governança corporativa, qualidade da gestão, histórico de respeito aos direitos humanos, aspectos sociais e trabalhistas e relacionamento com a comunidade, conforme afirmado por Lopes (2008).

Segundo o Guia de Sustentabilidade do IBGC (2009), ativos intangíveis são direitos, sem representação física, que dão à empresa uma posição exclusiva ou preferencial no mercado, ou seja, contribuem para o seu valor econômico. Alguns de seus aspectos podem ser registrados na contabilidade, como, por exemplo, gastos com marcas e patentes, concessões públicas, direitos de reprodução e licenças. Outros, como carteira de clientes e reputação, apesar de sua contribuição para o valor da empresa, ainda não são contabilizáveis.

Devido a sua importância, é imperioso que as organizações consigam quantificar e avaliar o valor agregado pela adoção de práticas de negócio socioambientalmente responsáveis. Visando isto, o objetivo deste trabalho de conclusão de curso é contribuir na busca por um método capaz de estimar o valor da sustentabilidade em uma empresa, ou seja, quantificar o retorno dos investimentos feitos nestas políticas socioambientais, de forma a servir como indicador para avaliar estes investimentos. O estudo terá como base o modelo de residual para avaliação de ativos intangíveis de Schmidt, Santos e Fernandes (2006), e como teste de verificação será aplicado na empresa Natura Cosméticos S/A.

1.2 JUSTIFICATIVA

As empresas são agentes transformadores que exercem uma influência muito grande sobre os recursos humanos, a sociedade e o meio ambiente. Devido a sua relevância, devem, portanto, colaborar com a sociedade, assumindo posturas éticas e transparentes. Os empresários necessitam compreender e participar das mudanças estruturais, influenciando positivamente na relação de forças entre as áreas ambiental, econômica e social.

Nessa perspectiva, a investigação das relações entre investimento socioambiental e desempenho econômico-financeiro das empresas, apesar de pouco explorada, é vital. Isso porque, para colocar as ações de RSE em prática, as empresas se deparam com custos em que a relação custo/benefício pode ser positiva, negativa ou nula, influenciando os empresários na decisão de quanto e de como investir.

A mensuração do custo, e posterior retorno de investimentos em políticas socioambientais, é essencial para os acionistas, para a sociedade e para a própria empresa. Sem isto se torna inviável a adoção dessas práticas de forma rentável para a instituição e benéfica para o meio ambiente e para a sociedade. Segundo Domenegueti e Meir (2008): “É essencial calcular o quanto a sustentabilidade responde pelo valor da empresa, pois a incorporação desse conceito à estratégia está intrinsecamente ligada à perenidade do negócio”.

Um levantamento conduzido pela revista Exame (2009) com cerca de 200 empresas brasileiras, aponta que em torno de 78% dessas companhias possuem critérios ambientais para todas as etapas do processo produtivo, contra um percentual de 63% no ano anterior. Esse estudo aponta ainda que 70% das empresas possuem um comitê de sustentabilidade e divulgam relatórios sobre o assunto periodicamente. Entretanto, pouco mais da metade destas empresas, 56%, possui alguma metodologia que avalie o impacto da incorporação de aspectos socioambientais nos seus resultados financeiros.

Considerando que a sustentabilidade é tida atualmente como um ativo intangível para as companhias, assim como a marca, reputação e carteira de clientes, é necessário utilizar um método capaz de mensurar o valor dos intangíveis como um todo para, posteriormente, isolar a parcela correspondente aos

investimentos em aspectos socioambientais. Assim, buscando meios de fazer esta estimativa, optou-se pelo modelo residual de avaliação de ativos intangíveis, pois ao contrário dos principais modelos de valoração de ativos intangíveis, os quais utilizam como base da avaliação o lucro líquido, o modelo residual utiliza o fluxo de caixa futuro a ser produzido pelo ativo. De acordo com Schmidt, Santos e Fernandes (2006) os principais problemas causados pela utilização do lucro líquido é que ele não considera os desembolsos de capital e a variação no capital de giro, bem como considera encargos não caixa em sua composição, como depreciação e amortização.

Na elaboração deste estudo foi escolhida como exemplo a companhia Natura Cosméticos S/A, fabricante de bens de consumo não duráveis de higiene, cosméticos e perfumaria. Essa escolha deu-se, principalmente, pela cultura da organização fortemente vinculada a aspectos de sustentabilidade do negócio como todo, e por se tratar de uma companhia de capital aberto, o que facilita na obtenção de dados econômico-financeiros.

Em 2009 a Natura atingiu a pontuação de 65% e seu relatório de sustentabilidade foi eleito, pelo segundo ano consecutivo, o melhor do país pela organização internacional *Global Reporters*, criadora da GRI (*Global Reporting Initiative*). A diferença para o segundo colocado na pesquisa (Sabesp) foi de 14 pontos percentuais. De acordo com Correa e Medeiros (2007), o relatório de sustentabilidade é a principal ferramenta de comunicação do desempenho social, ambiental e econômico das organizações e, atualmente o modelo de relatório da GRI é o mais completo e mundialmente difundido.

Seu processo de elaboração contribui para o engajamento das partes interessadas da organização, a reflexão dos principais impactos, a definição dos indicadores e a comunicação com os públicos de interesse. A empresa afirma buscar criar valor para a sociedade como tudo, gerando resultados integrados nas dimensões econômica, social e ambiental. Além disso, a companhia é participante do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa desde a sua criação, em 2005, e acumula uma série de prêmios e certificados que reconhecem sua vocação sustentável para fazer negócios.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

- Contribuir na busca de um modelo matemático capaz de estimar o valor da sustentabilidade em uma empresa, utilizando como base o modelo residual de avaliação de ativos intangíveis, e aplicá-lo a uma Companhia de cosméticos de capital nacional.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Estimar o valor dos ativos intangíveis da Companhia, utilizando como base o modelo residual para avaliação desses ativos;
- Formular um modelo matemático capaz de mensurar o valor dos aspectos socioambientais nas empresas;
- Estimar a representatividade da sustentabilidade nos intangíveis totais;
- Estimar o valor da sustentabilidade na Companhia;
- Avaliar o valor agregado à empresa resultante desses investimentos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA GESTÃO AMBIENTAL

A questão ambiental não é tema de estudos recentes, entretanto era um tema tratado apenas por ambientalistas e organizações não governamentais (ONGs) radicais que traçavam panoramas pessimistas quanto à continuidade de vida no planeta Terra.

Segundo Schroeder e Schroeder (2004), a falência do Estado como mantenedor de necessidades básicas do cidadão, juntamente com a escassez do trabalho ou emprego, especialmente no final do século XX, abriram espaço e necessidade para o fenômeno da Responsabilidade Social Corporativa. A empresa, então, deixou de ser apenas produtora de bens e serviços, para participar e influenciar diretamente outras dimensões sociais. Assim, as empresas antes vistas como vilãs passam a ser as ferramentas de mudança para a melhoria social e ambiental do planeta.

A partir das décadas de 1970 e 1980 as mudanças climáticas foram se acentuando, principalmente com o agravamento do aquecimento global, e a preocupação ambiental tornou-se mundial. Em 1972 realizou-se a Conferência de Estocolmo (Suécia) quando se originou o Relatório de Limites do Crescimento que continha dados estruturais e tendências do sistema econômico mundial. Esse relatório concluía que os limites do crescimento econômico seriam alcançados em cem anos, caso se mantivessem os mesmos níveis de aumento populacional, industrialização, produção de alimentos, poluição e consumo de recursos. As conclusões desse relatório eram pessimistas quanto ao futuro da humanidade e o resultado mais provável seria o declínio incontrolável tanto da população mundial, quanto da capacidade industrial (BARBIERI, 1997).

A grande contribuição do relatório de Limites de Crescimento foi mostrar aos países participantes da conferência e demais sociedades que os recursos naturais eram extinguíveis. E que, em nossa civilização, não se cria valor econômico sem haver, como contrapartida, degradação do ambiente. Desde então, a questão ambiental é tema de vários encontros realizados pela ONU de onde surgiu a Agenda

21, Protocolo de Quioto e outras resoluções mundiais (Caderno Digital de Informação sobre Energia, Ambiente e Desenvolvimento, 2007).

Ainda na década de 1970, a gestão pública iniciou sua atuação de maneira incisiva em nível organizacional, impondo uma legislação ambiental às empresas que praticavam ações consideradas ambientalmente incorretas. Restrições e multas foram impostas, o que obrigatoriamente forçou a adoção de ações estratégicas de defesa, respondendo as regulamentações ambientais.

Já na década de 1980, os grupos ambientalistas aumentaram seu poder de influência devido ao número de organizações criadas e participantes de cada uma delas, adotando o papel de influenciador no direcionamento das estratégias ambientais corporativas. Face às pressões sociais destes grupos, os gestores desenvolveram práticas ambientais como parte da responsabilidade social das empresas. Nesses dois períodos, portanto, as mudanças de práticas ambientais foram uma resposta das empresas tanto às sanções legais (penalidades civil, administrativas e criminosas) quanto às sociais (protestos, redução na reputação e na imagem da empresa) (SOUZA, 2002).

A partir da década de noventa as ações das organizações se tornaram mais proativas e passaram a ser utilizadas como estratégia competitiva, vinculando-se o bom desempenho ambiental principalmente à melhoria de sua reputação. Nesse período destacam-se o lançamento das normas internacionais da série 14000, utilizado como referência para a implantação de sistemas de gestão ambiental que se difundiu rapidamente pelo Brasil, inicialmente entre as grandes empresas e posteriormente entre seus fornecedores. Ocorre também nesse período no Brasil, em 1992, a segunda conferência da ONU (Organização das Nações Unidas) para o Meio Ambiente no Rio de Janeiro, cujo relatório final foi denominado Agenda 21 com formulações de novas políticas de desenvolvimento sustentável (SOUZA, 2002).

2.2 OS ASPECTOS SOCIAIS

No passado as organizações utilizavam as terminologias “ações sociais” e “ações filantrópicas” para designar a participação das empresas no engajamento social. O termo responsabilidade social aparece no livro “*Social Responsibility of the*

Businessman” de Howard R. Bowen (1953) nos Estados Unidos. Correia e Medeiros (2007) destacam que Bowen define responsabilidade social como: “as obrigações dos homens de negócios de adotar orientações, tomar decisões e seguir linhas de ação, que sejam compatíveis com os fins e valores de nossa sociedade”. Portanto, o conceito é amplo e não oferece os limites necessários para delimitar quais orientações, decisões e linhas de ações podem favorecer a sociedade.

Apesar dos diversos autores e pesquisadores da área concordar em alguns aspectos, existem várias definições para o termo responsabilidade social. Para Ashley (2005) responsabilidade social pode ser compreendida como o comprometimento que as organizações devem ter para com a sociedade, através do desenvolvimento de ações e comportamentos que produzam resultados positivos a certa comunidade. Para isto é necessário que as instituições ajam de maneira proativa e coerente com seu papel na sociedade e na prestação de contas a mesma, assumindo assim compromissos morais que vão além das exigências impostas pela lei.

Na década de 1970 entrou em vigor a Lei 77.769/77, na França, que determinava as empresas a publicar o Balanço Social, orientado pelas ações de trabalho. Esse tema repercutiu no Brasil por meio da Associação de Dirigentes Cristãos de Empresas ainda no mesmo ano de 1977, porém somente em 1984 houve a primeira publicação de uma empresa brasileira (NASCIMENTO, 2007).

Ainda de acordo com Nascimento (2007), os acidentes ambientais que aconteceram nas décadas anteriores repercutem na área social levando ao surgimento, na década de 1990, das normas SA 8000 e AA 1000. A norma SA 8000 é um sistema de auditoria similar a ISO 9000, mas com requisitos baseados nas diretrizes internacionais de direitos humanos e nas convenções da Organização Internacional do Trabalho (OIT). Ela avalia a responsabilidade social das organizações, abrangendo trabalho infantil, trabalho forçado, discriminação, remuneração, horário de trabalho, dentre outros. A norma AA 1000 lançada em 1999 pelo *Institute of Social and Ethical Accountability* (ISEA) de Londres é um padrão internacional de gestão da responsabilidade corporativa. Surgem também ações na área econômica que valorizam boas práticas sociais e ambientais, como foi o lançamento do DJSI (*Dow Jones Sustainability Indexes*).

No final dos anos noventa é criado no Brasil o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social. Trata-se de uma organização não governamental criada

por empresas de diferentes setores e porte, quando se fortaleceu a discussão sobre ética nos negócios. Surge também o selo Balanço Social IBASE/Betinho que confere padrão de excelência na prestação de contas da empresa para a sociedade (ABDALA; OLIVEIRA, 2009).

2.3 A FUSÃO DOS ELEMENTOS SOCIOAMBIENTAIS = SUSTENTABILIDADE

Com o aumento do debate em torno dos temas social e ambiental, percebeu-se certa aproximação de significados, culminando na fusão dos dois termos. Segundo Nascimento (2007), é a partir da virada do século que a aproximação dos termos social e ambiental fica mais explícita:

Os termos social e ambiental aparecem juntos nos relatórios de balanço social e nas normas ambientais ou sociais. Torna-se cada vez mais difícil falar de um sem lembrar-se do outro. Não é possível falar em Desenvolvimento Sustentável sem considerar os aspectos sociais, econômicos e ambientais. As empresas começam a falar em equilíbrio entre as três variáveis [*triple bottom line*], a destacar que estão engajadas em promover o desenvolvimento sustentável (NASCIMENTO, 2007).

As três dimensões às quais o autor se refere são os resultados econômico, social e ambiental, conhecido como *triple bottom line*. Esse conceito, criado pelo britânico John Elkington em 1994, e atualmente consagrado e também conhecido como os “Três P’s” (*people, planet and profit*), diz que para uma organização ser sustentável ela deve ser financeiramente viável, socialmente justa e ambientalmente responsável. Dessa forma, esse tripé da sustentabilidade engloba não apenas aspectos de interesse do negócio, mas também de todos os *stakeholders*.

As questões ambientais e as questões sociais, antes tratadas de maneira independente, cada qual com suas especificações, legislações e normalizações, começaram a se fundir no final da década de 1990 e início do século 21 após o aparecimento do termo Desenvolvimento Sustentável, que aliou o desempenho econômico das empresas com às responsabilidades ambientais e sociais de sua atuação. Grupos de interesse, *stakeholders*, pressionam as organizações a adotar posicionamento correto, isto é, além de geradora de empregos e lucros, deve também se preocupar com as questões ambientais e sociais, já que todas essas questões estão inter-relacionadas.

Para Wood (1991), a ideia básica por trás da responsabilidade social corporativa, ou responsabilidade social empresarial (RSE), é que as organizações e a sociedade são sistemas interdependentes e não distintos, ou seja, fica estabelecido, entre ambas, um relacionamento e uma interação na qual as organizações retiram do ambiente insumos diversos. Esses insumos são transformados, por meio de processos produtivos e gerenciais, em produtos e serviços vendáveis que retornam para o ambiente para atender às expectativas mais amplas da sociedade.

Tachizawa e Pozo (2007 *apud* NOSSA; CARVALHO, 2003, p. 15) comentam que existe um aumento da consciência da sociedade em relação ao meio ambiente e às necessidades sociais, induzindo as organizações a um novo posicionamento. Complementa que “a empresa sustentável passa a ser sinônimo de bons negócios e no futuro será a única forma de empreender negócios de forma duradoura e lucrativa”.

Segundo Moretti (2005) a criação de fundos de investimento ditos socialmente responsáveis e ainda de índices de sustentabilidade das ações empresariais reforça ainda mais a relevância que o tema possui. Após um primeiro movimento, na década de 90, promovido pelas conferências e atividades que tratavam da responsabilidade social e ambiental das organizações, a ênfase sobre o tema se tornou cada vez mais significativa, ressaltado a responsabilidade social corporativa como item fundamental das agendas das empresas.

Soares (2004) destaca que a responsabilidade social corporativa é um movimento que concebe a retomada das questões éticas tanto no aspecto interno quanto em relação aos externos como os *stakeholders*. Contudo, é preciso ressaltar que nem sempre o discurso se traduz na prática das organizações, e por isso torna-se interessante investigar as razões por trás da benevolência do capital sobre o social. Sob esta ótica, a gestão social corporativa deve ser uma relação em que todos são beneficiados, tanto a organização quanto os membros externos (incluindo-se sociedade como um todo).

De acordo com Porter e Kramer (2006) há quatro justificativas básicas para que uma empresa desenvolva ações de responsabilidade social: obrigação moral, sustentabilidade, licença para operar e reputação. Todas elas, entretanto, estão mais direcionadas a minimizar conflitos e não criam valor - nem econômico, nem social - para o negócio. Por isso, segundo ele, a RSE é, além de pouco focada,

reativa, no lugar de criar uma agenda positiva. As empresas investem em diversos tipos de projetos, que têm pouquíssimo a ver com seu negócio, apenas porque reagem a pressões sociais. Algumas se preocupam demais em ficar bem colocadas nas pesquisas de avaliação das empresas feitas por algumas organizações. Porter e Kramer (2006) complementam afirmando que isso é um erro: "a preocupação com esses rankings colocou nossa estratégia de RSE na mão dos outros". Essas quatro justificativas estão mais focadas na tensão entre os negócios e a sociedade do que na interdependência entre eles. Deixar-se guiar por elas pode levar a equívocos, dando pouca orientação específica ou prioridades para as ações das empresas.

Esse fato foi bem exemplificado no ano de 2009, após crise a financeira que atingiu o mercado mundial. Como é comum em tempos de crise, as organizações cortaram investimentos em diversas áreas e planos relacionados à sustentabilidade também foram afetados. Desse modo, somente os investimentos mais consistentes e ligados diretamente à estratégia dos negócios persistiram (EXAME, 2009).

Para Porter e Kramer (2006), incorporar a responsabilidade social à estratégia significa incluir a dimensão social à proposta de valor da empresa. Isso começa pela mudança de mentalidade. "Pensar a economia e a questão social separadamente é um terrível erro. Precisamos de boas condições sociais e ambientais, do contrário as empresas poderão ter sucesso por um ou dois anos, mas não no longo prazo", dizem. Para eles, há três pontos fundamentais que as empresas devem entender sobre seu papel em relação às questões sociais: não podem resolver todos os problemas sociais, nem arcar com o custo de fazer isso; abordar sua agenda social de maneira proativa e estratégica; e agir nas questões sociais em que podem agregar maior valor.

2.4 ESTÁGIO ATUAL DA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

O IPEA (2006), em sua Pesquisa Ação Social das Empresas, aponta um crescimento significativo de empresas privadas brasileiras, que realizam ações sociais em benefício das comunidades. Naquele ano eram aproximadamente 600 mil empresas que atuavam voluntariamente. Cobia às grandes empresas o maior percentual de taxa de participação em algum tipo de atividade em benefício da

comunidade: 94%. Contudo houve um crescimento de apenas 6% entre 2000 e 2004. Já as microempresas (até 10 empregados) tiveram um crescimento de 12% e empresas de médio porte (101 a 500 empregados) obtiveram uma taxa de crescimento de 19% no mesmo período, sinalizando o aumento da preocupação com as ações comunitárias.

Uma pesquisa desenvolvida por Tachizawa e Pozo (2007 *apud* NOSSA; CARVALHO, 2003, p. 19), com as 1.150 maiores empresas brasileiras, analisou as atividades econômicas relacionando-as com seus efeitos socioambientais. A maioria das empresas industriais (75,8%) atua na proteção ambiental, já as empresas comerciais tem participação de 43,1% e as empresas de serviços têm uma participação menor: 11,9%. Ações sociais e comunitárias como cultura, segurança, inclusão social, portadores de necessidades especiais, criança e adolescentes, terceira idade e proteção de animais têm maior atuação dos setores de serviço e comercial (44,3% e 49,8% respectivamente).

Outra pesquisa realizada com 142 grandes empresas brasileiras, promovida pela revista Exame (2009), aponta que 78% dessas organizações possuem critérios ambientais para todas as etapas do processo produtivo. No ano anterior este percentual era de 63%. Outro dado significativo é o percentual de empresas que possuem alguma política de controle do consumo de recursos, como água e energia: 84%, o que comprova que cada vez mais a dimensão ambiental está inserida na estratégia das empresas.

Nessa mesma pesquisa observou-se que 91% das organizações possui uma política corporativa de responsabilidade ambiental e que 77% delas utiliza critérios sociais para qualificação, seleção e monitoramento de seus fornecedores de bens e serviços. Ou seja, as empresas já transcendem os limites da sua produção e começam a se preocupar com o processo produtivo como um todo, desde o fornecimento até o descarte final do produto, ainda que este último ainda seja muito incipiente.

2.5 DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL X DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO- FINANCEIRO

Na literatura, os resultados dos estudos sobre relações entre investimentos em meio ambiente, responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro de empresas são controversos: ora positivos, ora negativos. Contudo, nota-se que ao longo do tempo, desde os anos 1970 quando apareceram os primeiros estudos nessa área, em geral as conclusões passaram de negativas, em sua maioria, para positivas. Isso representa que tem se observado mais benefícios em investimentos socioambientais do que o contrário ultimamente.

Muitos dos estudos, principalmente os mais atuais, demonstram o retorno positivo em ações de sustentabilidade por meio do corte de gastos. Eficiência energética, consumo mínimo de água e redução na geração de resíduos são algumas das ações chamadas “verdes”. Dentre os estudos focados em outros pontos, além da redução de custo, alguns apresentaram resultados relevantes.

Na perspectiva de Cesar e Silva Junior (2008), quando a organização obtém retorno financeiro positivo, ela procura agir de forma socialmente responsável contribuindo para a construção de uma sociedade melhor. Agindo assim, surge entre a organização e a sociedade uma relação de causalidade circular, em que uma contribui para viabilizar a outra de forma interdependente e constante, quando o lucro viabiliza a responsabilidade social e esta viabiliza o lucro. Seguindo esta linha, na teoria da sinalização, Spence (1973 *apud* NOSSA; CARVALHO, 2003, p. 14) argumenta que, à medida que as empresas emitem sinais, elas podem sinalizar de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas. De acordo com as estratégias assumidas esse sinal pode levar a um cenário positivo no mercado acionário, e conseqüentemente acarretar um desempenho nas ações da empresa superior ao convencional.

Nesse sentido, Nossa e Carvalho (2003), procuraram verificar se há relação entre o investimento social e ambiental e o retorno anormal². Para atingir o propósito deste estudo, mensurou-se o desempenho social e ambiental a partir dos indicadores sociais internos, os indicadores sociais externos e indicadores ambientais, extraídas dos balanços sociais das empresas publicadas segundo o

² Diferença entre a taxa de retorno da ação e o retorno esperado; retorno que excede o custo de capital

modelo IBASE, e o retorno anormal foi medido utilizando-se informações disponíveis na base de dados Económica e IPEADATA. O teste de hipótese foi realizado por meio da análise de regressão com dados em painel com efeito fixo, ajustado pela ferramenta robust, e foi utilizado o teste de Hausman. Nesta análise verificou-se que o retorno anormal não está relacionado aos indicadores sociais internos e externos e indicadores ambientais, rejeitando, assim, a hipótese de que existe relação entre o retorno anormal das empresas e as variáveis de desempenho social.

Na teoria dos *shareholders*, ou teoria da maximização do valor para o acionista, as organizações existem para gerar lucros, de forma a remunerar os acionistas, pois só assim seriam capazes de manter os fluxos financeiros necessários a sua sobrevivência. McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) verificaram em seu estudo uma relação negativa entre responsabilidade social e desempenho econômico, e argumentam que o alto nível de responsabilidade social resulta em custos adicionais que colocam as empresas em desvantagem econômica em relação a outras empresas que possuem menos ações e práticas de responsabilidade social.

Algumas pesquisas concluíram que o retorno para os investimentos em sustentabilidade seria neutro. Cohen, Fenn e Konar (1997 *apud* TUPY, 2008, p. 75) analisaram dois portfólios de empresas da América do Norte, classificadas como mais ou menos poluentes, e verificaram que tanto o ROA como ROE apresentaram resultados maiores no portfólio de empresas menos poluentes. Por fim, os autores concluíram que o principal resultado do trabalho foi que as empresas menos poluentes não apresentaram desempenho inferior. Em outro estudo Preston e O'Bannon (1997 *apud* TUPY, 2008, p. 76) correlacionaram o desempenho social (estimado pelo índice de reputação de empresas da revista Fortune) e o desempenho financeiro de 67 grandes empresas norte-americanas durante um período de 11 anos e encontraram relação positiva entre os dois tipos de desempenho. Quanto à questão da causalidade, foram mais fortemente apoiadas as hipóteses de que o desempenho financeiro é antecedente ou contemporâneo do desempenho social.

Mais recentemente foram realizados diversos estudos buscando encontrar uma relação de valor para as empresas consideradas sustentáveis por meio do desempenho anormal de suas ações em bolsas de valores. Alberton (2003) comparou o retorno das ações e dos indicadores econômico-financeiros de

empresas brasileiras antes e após a certificação pela NBR ISO 14001, concluindo que não foram verificados retornos anormais devido à certificação. Já Al-Tuwaijri e Hughes (2004 *apud* TUPY, 2008, p. 76) examinando uma amostra de 198 companhias do Standard & Poor's encontrou uma associação positiva e estatisticamente significativa entre retorno de mercado e reciclagem de materiais tóxicos de empresas que reciclavam os resíduos em maior proporção do total gerado. De modo semelhante, Tsoutsoura (2004 *apud* TUPY, 2008, p. 77) utilizando dados do S&P 500 de 1996 a 2000, testou a relação entre a responsabilidade social das empresas e o desempenho econômico-financeiro. Os resultados apoiam a perspectiva de que o desempenho empresarial socialmente responsável pode ser associado a uma série de benefícios.

No Brasil, os estudos não convergem para o mesmo vértice. Arantes (2006) empregando análise gráfica constatou que as ações integrantes do Fundo ABN Amro Ethical e do índice geral Bovespa (IBOVESPA) no período de Outubro/2001 a Dezembro/2005 valorizaram, respectivamente, 267% e 237%. Por outro lado Rezende (2006), por meio de testes estatísticos confirmou a hipótese de que os fundos brasileiros de investimento em companhias socialmente responsáveis não possuem melhor rentabilidade que outros fundos de ações.

Olfa e Ezzedinne (2007 *apud* TUPY, 2008, p. 77), afirmam que a responsabilidade social empresarial está positivamente correlacionada com o desempenho financeiro, porém, deve-se observar o tamanho da empresa. Gestores podem ser encorajados a participar mais no aspecto social, porque esse investimento não só é portador de lucratividade para a empresa como ao mesmo tempo, contribui para o bem-estar social.

Há novos estudos ligando o forte desempenho ambiental ou de sustentabilidade com retornos financeiros superiores. Gorte (2007) revelou em sua investigação que empresas com desempenho social e ambiental tendem a ter um custo de capital menor, associado a um risco menor. Crescem, portanto, os indícios de que uma melhor gestão do risco ambiental ajuda a empresa a reduzir a volatilidade do retorno ao investidor e do lucro.

A empresa de consultoria Management & Excellence concluiu, como base nos resultados de uma metodologia que cruza números de capitalização de mercado de empresas listadas no DJSI e no MSCI, que projetos socioambientais aumentam em até 4% o valor de mercado das empresas. Essas companhias também foram

submetidas a uma avaliação de desempenho em 500 critérios em sustentabilidade, responsabilidade socioambiental, transparência e governança corporativa, escolhidos pela consultoria. "O estudo apontou uma *performance* superior das empresas mais bem sucedidas nesses itens", disse Reuters Bill Cox, presidente da M&E. A consultoria ainda mediu os resultados práticos de projetos de sustentabilidade e detectou que o fluxo de caixa livre das empresas avaliadas ficou acima da média de suas concorrentes e que sua eficiência interna era superior (ALVES, 2010).

2.6 METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DO IMPACTO DE POLÍTICAS SOCIOAMBIENTAIS

Segundo Willard (2002), a principal razão para uma Companhia adotar estratégias sustentáveis é ter mais sucesso nos negócios. Por isso, essa questão deve ser tratada de forma pragmática. Ele ressalta:

A menos que os CEO's de empresas de capital aberto possam olhar nos olhos dos investidores e explicar o quanto são boas as iniciativas de sustentabilidade da companhia, não vão conseguir convencê-los quanto à importância da prática desse conceito sem resultados quantificáveis. Os líderes precisam basear-se em uma lógica empresarial pragmática para defender uma estratégia baseada no triple bottom line. Assim, conquistarão credibilidade e legitimarão a gestão baseada no equilíbrio dos aspectos econômicos, ambientais e sociais como relevante para o sucesso econômico e o retorno financeiro dos acionistas (WILLARD, 2002.p.67) .

Na gestão o que não pode ser medido, não pode ser controlado. Esta megatendência de sustentabilidade vai exigir que as empresas atualizem ferramentas administrativas tradicionais – análise de planos de negócios, detecção de tendências, planejamento de cenários, modelagem de risco e até contabilidade de custos – para contemplar os requisitos especializados da sustentabilidade ambiental. A maioria dos métodos atuais usados por empresas para monitorar ou projetar o impacto da sustentabilidade produz dados incoerentes, incompletos e inexatos (LUBIN; ESTY, 2010).

A empresa de consultoria norte-americana Arthur Little (2002) levantou em sua pesquisa que em 1981 o valor das companhias relacionado aos intangíveis era de 17%, e que este valor saltou para impressionantes 71% em 1998 – e, segundo

ele, deve ser ainda mais elevado neste princípio de Século XXI porque em muitas empresas a marca ou a sua cultura empresarial é seu maior patrimônio, tais como Coca-Cola ou Nike, citando alguns exemplos. E a tendência da sustentabilidade colabora para que esse valor se eleve nos próximos anos.

Para descobrir o impacto dos intangíveis na geração de valor para empresa, habitualmente costuma-se tirar a diferença do seu valor de mercado pelo valor patrimonial. Apesar de ser um ponto de partida, esse raciocínio não oferece resposta para o quanto a sustentabilidade adiciona ao negócio. Para Williard (2002), é preciso oferecer subsídios para que os profissionais de finanças e contabilidade desenvolvam métricas melhores para calcular esses ativos de forma que sejam incluídos nos demonstrativos financeiros.

Para Domenegueti e Meir (2008) os modelos tradicionais de contabilidade consideram os intangíveis como custo. Esse tipo de valor fica no âmbito da percepção e o fato de não ser quantificado faz com que sua volatilidade³ seja muito alta. Em momentos de crise, por exemplo, a empresa vai cortar tudo o que não apresenta valor quantificável e os intangíveis podem ser comprometidos - um contrassenso, pois são esses ativos que vão trazer valor para a empresa no médio e longo prazo.

Outro desafio importante na gestão de intangíveis é a necessidade de estabelecer estratégias específicas para cada grupo de ativos. Por isso, é essencial conhecer o impacto de cada um deles no negócio e quanto a sustentabilidade responde pelo valor da empresa, pois a incorporação desse conceito à estratégia está intrinsecamente ligada à perenidade do negócio (DOMENEGUETTI, MEIR, 2008).

2.7 ATIVOS INTANGÍVEIS E SUA MENSURAÇÃO

Hendriksen e Van Breda (1999) definem ativos intangíveis como, ativos que carecem de substância. Como tais, esses ativos devem ser reconhecidos sempre que preencherem os requisitos de reconhecimento de todo e qualquer ativo, ou seja,

³ Grau médio de variação das cotações de um determinado ativo em determinado período

devem atender à definição de ativo, devem ser mensuráveis e devem ser relevantes e precisos.

Já Lev (2001 *apud* SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006, p. 11) define ativo intangível como um direito a benefícios futuros que não possui corpo físico ou financeiro, que é criado pela inovação, por práticas organizacionais e pelos recursos humanos. Ainda segundo o autor, os ativos intangíveis interagem com os ativos tangíveis na criação de valor corporativo e no crescimento econômico.

Upton (2001 *apud* SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006, p. 10) define os ativos intangíveis como recursos não físicos, geradores de prováveis benefícios econômicos futuros para uma entidade, que foram adquiridos por meio de troca ou ainda desenvolvidos internamente baseados em custos identificáveis, que têm vida limitada, possuem valor de mercado próprio e que pertencem ou são controlados pela entidade. O autor afirma, ainda, que os ativos intangíveis podem ser todos os elementos de uma empresa que existem além dos ativos monetários e dos ativos tangíveis.

Kayo (2002) complementa, ativos intangíveis podem ser definidos como um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação do valor das empresas.

Como base nas definições de ativos apresentadas acima, pode-se pensar os ativos intangíveis como ativos de natureza permanente, sem existência física e que, à disposição e controlados pela empresa, sejam capazes de produzir benefícios futuros. São exemplos de alguns ativos intangíveis: patentes, franquias, marcas, direitos autorais, franquias, licenças, *softwares* desenvolvidos, bancos de dados, concessões públicas, reputação, direitos de exploração e operação, uma carteira fiel de clientes e, mais recentemente outros como responsabilidade socioambiental, capital intelectual e capacidade de inovação.

Ao longo dos anos inúmeros métodos de avaliação de ativo intangíveis foram criados, tendo em vista mensurar o valor desses ativos. As primeiras metodologias surgiram no século XIX e tinham como principal característica a avaliação baseada no lucro líquido retido e em um fator multiplicativo. Em um segundo momento surgiram os métodos residuais baseados em superlucros, pois acreditava-se que a empresa somente teria ativos intangíveis caso possuísse lucros extraordinários (SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006).

Ainda segundo Schmidt, Santos e Fernandes (2006) os modelos mais recentes sugerem que se avalie o valor desses ativos através da obtenção do valor econômico da empresa como um todo e subtraia-se desse valor os ativos tangíveis identificáveis.

Baseado nesses métodos, Santos (2005) propôs em sua tese de doutorado um modelo baseado no valor residual da empresa, conforme segue:

$$AI = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC_n - g_n)}{(1 + WACC)^n} + AIcl + PC - ATcc$$

onde:

AI = Valor dos ativos intangíveis;

$AIcl$ = Valor dos ativos intangíveis que não estejam produzindo receita, calculados pelo modelo de Black-Scholes adaptado para consideração de dividendos;

$ATcc$ = Ativos tangíveis avaliados a custo corrente corrigido;

$FCFF_t$ = Fluxo de caixa da empresa no ano t ;

$FCFF_n$ = Fluxo de caixa da empresa no ano n (período estável);

$WACC$ = Custo médio ponderado do capital (Kpl utilizando CAPM);

$WACC_n$ = Custo médio ponderado do capital em um estado estável;

PC = Passivo Circulante a valor de mercado;

g_n = taxa de crescimento no período de estabilidade.

Figura 1 – Modelo Residual para Avaliação de Ativos Intangíveis

Fonte: Schmidt, Santos e Fernandes (2006, p.120)

Em linhas gerais, esse modelo determina o valor dos ativos intangíveis como o residual resultante da dedução do valor dos ativos tangíveis do valor da empresa como todo. Gráficamente:

$$\text{Ativos Intangíveis} = \text{Valor da Empresa} - \text{Ativos Tangíveis}$$

Esse modelo tem como vantagem em relação aos métodos anteriores o fato de utilizar o fluxo de caixa futuro a ser produzido pelo ativo. Nesse sentido, é

interessante enfatizar que os principais problemas causados pela utilização do lucro líquido é o de que ele não considera os desembolsos de capital e a variação no capital de giro, bem como considera encargos não caixa em sua composição, a exemplo da depreciação e da amortização. Schmidt, Santos e Fernandes (2006) complementam afirmando que, como os investidores estão mais preocupados com o fluxo de caixa que com o lucro líquido, quando determinam o preço de mercado das ações, bem como pela distorção causada na avaliação do ativo, quando o lucro líquido e o fluxo de caixa divergem, o modelo mais refinado, isto é, aquele que se preocupa em obter um valor mais próximo do real, de avaliação de ativos intangíveis, deve incorporar em seu escopo o conceito de fluxos de caixa futuros e não o lucro líquido projetado.

Para uma maior compreensão do modelo-base a ser utilizado no estudo, far-se-á necessária uma análise mais aprofundada das variáveis que o compõe.

2.7.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado ou Modelo FCFF

De acordo com Damodaran (2002b), o valor de qualquer ativo deve ser uma função de três variáveis: quanto ele gera em fluxos de caixa, quando estes fluxos de caixa ocorrem e o nível de incerteza associada a eles. A avaliação de fluxo de caixa descontado reúne todas estas três variáveis ao calcular o valor de qualquer ativo como sendo o valor presente de seus fluxos de caixa futuros esperados:

$$\text{Valor Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

onde:

FCFF = *Free Cash Flow to the Firm*¹, ou Fluxo de Caixa Livre da empresa;

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, ou Custo Médio Ponderado do Capital.

Figura 2 – Modelo do Fluxo de Caixa Descontado (FCFF)

Fonte: Damodaran (1997, p.301)

Para Assaf Neto e Lima (2009), esse modelo é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico, estando perfeitamente consistente com o objetivo das finanças corporativas de maximização do valor da empresa. Complementam ainda afirmando que uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa em valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital.

2.7.2 Método FCFF de Crescimento Estável

Uma empresa em situação estável, com fluxos de caixa crescendo a uma taxa, pode ser avaliada usando-se o Modelo do Fluxo de Caixa Descontado em crescimento constante (Figura 3) (DAMODARAN, 1997).

Nesse cálculo admite-se que os fluxos de caixa cresçam a uma taxa constante (g) e que o custo de capital seja maior que a taxa de crescimento ($WACC > g$) (ASSAF NETO, LIMA, 2009).

$$\text{Valor Empresa} = \frac{FCFF_t}{(WACC - g_n)}$$

onde:

$FCFF_t$ = Fluxo de Caixa Livre⁴ da empresa esperado para o próximo ano;

$WACC$ = Custo Médio Ponderado do Capital;

g_n = Taxa perpétua de crescimento no FCFF.

Figura 3 – Modelo do Fluxo de Caixa Descontado em Crescimento Estável

Fonte: Damodaran (1997, p.299)

⁴ FCFF = EBIT x (1 - alíquota de IR) + Depreciação - Despesas de Capital - ΔCapital de Giro

2.7.3 Versão Geral do Modelo FCFF

Se a empresa alcançar uma situação de equilíbrio (estado estável) e depois de n a nos começar a crescer a uma taxa de crescimento estável g_n , o valor da empresa poderá ser descrito como (DAMODARAN, 1997):

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC_n - g_n)}{(1 + WACC)^n}$$

onde:

$FCFF_t$ = Fluxo de Caixa Livre da Empresa no próximo ano;

$WACC$ = Custo Médio Ponderado do Capital;

$FCFF_n$ = Fluxo de Caixa Livre da Empresa no ano n (período estável);

$WACC_n$ = Custo Médio Ponderado do Capital em um estado estável;

g_n = Taxa perpétua de crescimento no FCFF.

Figura 4 – Versão Geral do Modelo FCFF

Fonte: Damodaran (1997, p.301)

Esse modelo avalia o valor da empresa, e não o seu patrimônio. Assim, os fluxos de caixa relacionados às dívidas não têm que ser considerados explicitamente, uma vez que o FCFF é um fluxo de caixa anterior às dívidas. Se a abordagem FCFF for utilizada para avaliar o patrimônio de uma empresa, a dívida terá de ser considerada a um preço “justo” ou terá de ser explicitamente valorizada utilizando taxa de juros atualizada que reflita o risco da dívida. (DAMODARAN, 1997).

Dessa forma, o modelo residual para avaliação de ativos intangíveis utiliza o fluxo de caixa livre da empresa – FCFF, uma vez que tem por objetivo, inicialmente, obter o valor da empresa como um todo, bem como possibilitar a avaliação de empresas que possuem um endividamento significativo e mutável (SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006).

2.7.4 Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

O custo total de capital de uma empresa reflete o custo médio ponderado das fontes de financiamento da mesma. Esse custo total representa a taxa de atratividade da empresa, ou seja, quanto a empresa deve exigir de retorno de seus investimentos visando maximizar seu valor de mercado (ASSAF NETO, LIMA, 2009).

O WACC, do inglês *Weighted Average Cost of Capital*, é obtido através da média ponderada de todos os custos de financiamentos utilizados pela empresa para financiar as suas atividades, ou seja, inclui o custo do patrimônio líquido, o custo da dívida e os custos de títulos híbridos, a exemplo dos dividendos preferenciais. Graficamente pode-se expressar da seguinte forma (SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006):

$$WACC = K_{pl} [PL / (PL+D+P)] + K_d [D / (PL+D+P)] + K_{ap} [P / (PL+D+P)]$$

onde:

K_{pl} = Custo do patrimônio líquido;

K_d = Custo das dívidas após os impostos;

K_{ap} = Custo das ações preferenciais;

PL = Patrimônio líquido a valor de mercado;

D = Dívida a valor de mercado;

P = Ações preferenciais a valor de mercado.

Figura 5 – Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Fonte: Schmidt; Santos e Fernandes (2006, p.122)

Schmidt, Santos e Fernandes (2006) destacam, adicionalmente, que seu modelo utiliza como custo do patrimônio líquido, para cálculo do WACC, o modelo do *Capital Asset Price Method* – CAPM ajustado do risco-país.

2.7.5 Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

Esse método surgiu em meados da década de 60, quando William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor desenvolveram um modelo capaz de mensurar o prêmio de risco quando o beta não era zero nem um. Esse modelo foi denominado CAPM, segundo o qual, num mercado competitivo, o prêmio de risco esperado varia proporcionalmente ao beta. Assim, o prêmio de risco é a diferença entre o retorno esperado do ativo e a taxa livre de risco (SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006).

Segundo Assaf Neto e Lima (2009), o beta de um ativo mede o risco sistemático (não diversificável) tanto para os ativos individuais como para as carteiras. Quanto maior o beta, maior o prêmio de risco, e conseqüentemente o retorno exigido também é maior. Na prática, o beta é um indicador que mede a sensibilidade de uma ação em relação ao comportamento do mercado, e é estimado através da seguinte equação:

$$\beta = \frac{Cov(r_p, r_m)}{Var(r_m)}$$

onde:

β = Beta do ativo;

$Cov(r_p, r_m)$ = Covariância entre a rentabilidade em excesso do ativo e da carteira de referência;

$Var(r_m)$ = Variância da rentabilidade da carteira de referência.

Figura 6 – Beta do Ativo (β)

Fonte: Assaf Neto e Lima (2009, p. 203)

O modelo CAPM é utilizado como padrão para os demais modelos de risco e retorno, devido basicamente ao seu uso generalizado. Ele possui a vantagem de ser simples e intuitivo, além de fornecer algumas implicações fortes passíveis de serem testadas. Para Assaf Neto e Lima (2009) o modelo CAPM é baseado na proposição de que a taxa de retorno requerida de qualquer ação é igual à taxa de retorno livre de risco mais um prêmio de risco.

É construído, segundo Damodaran (1997), a partir da premissa de que a variância dos retornos é a medida de riscos apropriada, mas somente a parcela não

diversificável é recompensada. O modelo mede essa variância não diversificável a partir de uma estimativa beta, e relaciona os retornos esperados a essa estimativa beta. Nesse modelo, o risco diversificável não é considerado importante, porque dentro da teoria de gerenciamento de portfólio se supõe que ele não exista, já que o investidor racional diversificará os seus investimentos e, dessa forma, o eliminará.

Assim, o retorno esperado de um ativo é linearmente relacionado ao beta do ativo e pode ser expresso conforme modelo que segue (SCHMIDT; SANTOS; FERNANDES, 2006):

$$K_{pl} = E(R) = R_f + \beta_{pl}(E[R_m] - R_f)$$

onde:

K_{pl} = Custo do patrimônio líquido;

$E(R)$ = Retorno esperado;

R_f = Taxa livre de risco;

$E[R_m]$ = Retorno esperado da carteira de mercado;

β_{pl} = Beta do patrimônio líquido.

Figura 7 – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

Fonte: Schmidt; Santos e Fernandes (2006, p.125)

2.7.6 Precificação de Opções Reais

Por utilizar a mensuração do valor da empresa através do valor gerado pelo fluxo de caixa, o modelo residual para avaliação de ativos intangíveis contempla a inclusão de ativos intangíveis que encontram o critério legal e que não estejam produzindo receita no período avaliado. Assim esses ativos, a exemplos das patentes, não são valorados e precisam ser incorporados para ter uma avaliação mais precisa dos intangíveis como um todo.

A propriedade de uma patente é um direito que permite a empresa desenvolver e colocar no mercado um determinado produto. Porém, segundo Damodaran (1997), a empresa somente colocará o produto no mercado se o valor

presente dos fluxos de caixa esperados de serem produzidos por ele suplantarem os custos do seu desenvolvimento.

Assim, uma patente pode ser vista como uma opção de compra, em que o ativo subjacente é o produto em si, e o valor atual desse ativo é o valor presente dos fluxos de caixa decorrentes do lançamento daquele produto no momento atual, obtido por meio de uma análise orçamentária de capital, mas como esse produto não está disponível no mercado, nesse momento, pode haver uma substancial variação nas estimativas. Essa é a razão pela qual uma opção de patente de um produto tem valor. Com base nesses dados, utiliza-se o modelo de Black-Scholes para o cálculo de opções de compra, supondo-se que a distribuição seja normal e o processo de preços seja contínuo, isto é, não existem saltos nos preços do ativo.

O valor de uma opção de compra no modelo Black-Scholes pode ser expresso como função das seguintes variáveis:

S = Valor atual do ativo subjacente

K = Preço de exercício da opção

t = Vida remanescente até o vencimento da opção

r = Taxa de juros livre de risco correspondente à vida da opção

σ^2 = Variância do logaritmo neperiano (ln) do valor do ativo subjacente

O modelo em si pode ser expresso como:

$$\text{Valor da opção de compra} = S N(d_1) - Ke^{-rt} N(d_2)$$

onde:

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + (\sigma^2/2))t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Figura 8 – Modelo de Black-Scholes para opções de compra

Fonte: Damodaran (2002a, p.357-358)

3 UM CASE DE SUCESSO SUSTENTÁVEL: NATURA S/A

O fundo de uma garagem. Esta é a origem da primeira linha de produção da Natura, que começou a funcionar em 1969 em São Paulo. Já naquele tempo tinha permeado no modo de fazer negócio alguns dos princípios que a caracterizam hoje: produto com maior valor agregado, abordagem personalizada, cosméticos como tratamentos terapêuticos e produtos customizados para o clima e características do Brasil. Desde então esta cultura sustentável vem se fortalecendo, a ponto de ser a característica mais marcante da empresa junto ao consumidor.

Atualmente a empresa atua nos setores de higiene pessoal, perfumaria e, principalmente, cosméticos. De acordo com a associação do setor (ABIHPEC, 2009), no ano de 2009 a Natura ocupou a liderança no mercado com 22,5% de participação.

A Companhia concentra as áreas de produção, logística e pesquisa, no município de Cajamar, São Paulo, num terreno de 646 mil m², sendo 84 mil m² de área construída. As atividades comerciais e de marketing, por sua vez, concentram-se na unidade de Itapeverica da Serra, também no Estado de São Paulo.

Controlada por capital nacional, a Companhia possui o capital aberto desde 2004, com cerca de 40% de suas ações disponíveis no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Em virtude do compromisso com a sustentabilidade, em 2009 a Natura atingiu a marca do quarto ano consecutivo no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa.

Já em 1999, a empresa era a maior e mais lucrativa do setor de cosméticos no Brasil. Além de ter uma imagem altamente favorável entre seus consumidores, em 36 anos de existência a empresa construiu uma marca forte, hoje incluída entre as três mais valorizadas do Brasil, e admirada pela qualidade de seus produtos e por ser uma empresa com um desempenho muito satisfatório na área da responsabilidade social empresarial.

A empresa tem como visão:

A Natura, por seu comportamento empresarial, pela qualidade das relações que estabelece e por seus produtos e serviços, será uma marca de expressão mundial, identificada com a comunidade das pessoas que se comprometem com a construção de um mundo melhor através da melhor relação consigo mesmas, com o outro, com a natureza da qual fazem parte, com o todo (NATURA, 2009).

Em função de seus princípios, a empresa alega deixar de atuar em linhas de produtos potencialmente lucrativas. Um exemplo disso é que a Natura não produz tonalizantes para os cabelos, pois o processo de colorir os fios inevitavelmente agride o cabelo do indivíduo.

A venda direta, através das consultoras, faz parte da identidade corporativa da empresa e alcança consumidores das classes média e alta. Além de proporcionar treinamento continuado, a Companhia paga as maiores comissões do setor, garantindo à empresa uma vantagem competitiva importante e uma barreira contra a entrada de competidores. Adicionalmente, as consultoras divulgam a marca, a imagem e os valores da empresa.

O reconhecimento destes valores resulta em premiações e certificados para a empresa. Só em 2009 a Natura recebeu mais de 20 dos mais variados prêmios, dos quais se destacam os descritos na Tabela 1.

A Natura tem buscado posicionar a responsabilidade social empresarial no centro de sua estratégia e de sua gestão, com base em dois pilares: o relacionamento ético com os diversos públicos e a definição de metas compatíveis com o desenvolvimento sustentável. A fórmula encontrada, para conciliar as intenções com ação, foi a de estabelecer processos e sistemas que buscam incorporar esses princípios ao planejamento estratégico e ao dia-a-dia do negócio. Ao assumir a política de meio ambiente, como uma das três vertentes de sua política de sustentabilidade, a Companhia visa também a ecoeficiência ao longo de sua cadeia de geração de valor.

Em linha com as tendências atuais, a Companhia entende sua responsabilidade junto às partes afetadas pela sua operação, conforme expresso seu Relatório Anual (NATURA, 2009): “[...] A empresa, organismo vivo, é um dinâmico conjunto de relações. Seu valor e sua longevidade estão ligados à sua capacidade de contribuir para a evolução da sociedade e seu desenvolvimento sustentável”.

Finanças		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
Destaque Agência Estado Empresas	Agência Estado	1º lugar em todas as categorias: Ranking Geral das 10 Melhores Empresas listadas na Bovespa, Categoria Sustentabilidade e Índice Novos Mercados.
Melhores e Maiores	Revista Exame	Eleita a melhor empresa na categoria Bens de Consumo e a Empresa do Ano.
Melhores da Dinheiro	IstoÉ	Melhor empresa do setor Farmacêutico, Higiene e Limpeza
Prêmio Intangíveis do Brasil (PIB)	The Brander e Revista Consumidor Moderno	Conquistou o prêmio no ativo Sustentabilidade e no setor Bens de Consumo Não Duráveis.
Institucional		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
Mais Admiradas - Carta Capital	Revista Carta Capital	Empresa Mais Admirada no Brasil; Mais Admirada do Setor de Higiene, Cosméticos e Perfumaria; Mais Admiradas nos Fatores-Chaves: Compromisso com RH, Respeito ao Consumidor, Ética, A Mais Comprometida com o Desenvolvimento Sustentável e Responsabilidade Social
Prêmio IBGC de Governança Corporativa	IBGC	Venceu na categoria "Evolução em Governança Corporativa".
Época Negócios 100 - As Empresas de Maior Prestígio do Brasil	Época Negócios	Marca de Cosméticos e Perfumaria de maior prestígio do Brasil.
Internet		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
Prêmio Top of Mind Internet	UOL	Marca mais lembradas pelos consumidores da web na categoria Produtos de Beleza.
Marca		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
Marcas de Quem Decide	Jornal do Comércio POA	Reconhecida como a Marca mais lembrada e preferida do Rio Grande do Sul no setor Higiene e Beleza Pessoal
Marcas Mais Valiosas do Brasil	IstoÉ Dinheiro	Ficou em 5º lugar no ranking das Marcas Mais Valiosas.
Top of Mind Revista Amanhã POA	Revista Amanhã	Venceu em duas categorias: Perfume e Empresa Preocupada com o Meio Ambiente.
As Marcas Mais Fortes	IstoÉ Dinheiro e BrandZ Millward Brown	10º lugar no ranking que pesquisou 12.800 brasileiros e suas marcas mais admiradas
Recursos Humanos		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
Top Companies for Leaders	Hewitt Associates e Época Negócios	Melhor empresa da América Latina (1º) e 11ª colocação entre as melhores do mundo em Liderança
Empresa dos Sonhos dos Jovens	Grupo DMRH e Cia de Talentos	Premiada no ranking das 10 primeiras empresas na preferência dos jovens brasileiros
Sustentabilidade		
Reconhecimento	Organização	Categoria Premiada
As 100 Melhores em Cidadania Corporativa 2008	Gestão & RH Editora	Premiada entre as melhores na categoria Responsabilidade Ambiental.
Guia Exame de Sustentabilidade	Revista Exame	Entre as 20 empresas de maior destaque do Brasil.

Tabela 1 - Prêmios Conquistados em 2009

Fonte: adaptado pelo autor, com base nos dados da Natura (2009)

4 METODOLOGIA

4.1 METODOLOGIA DA PESQUISA

O trabalho é de caráter quantitativo, do tipo exploratório, já que o objetivo geral do estudo concentra-se na adaptação de um modelo de avaliação de ativos intangíveis como um todo para mensurar a parcela correspondente à sustentabilidade neste valor. Nesse sentido, argumenta Gil (1991):

A pesquisa exploratória visa proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Pode-se dizer que essas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições. Assumem, em geral, as formas de pesquisas bibliográficas e estudos de caso (GIL, 1991).

Com o intuito de verificar o modelo proposto, foi feito um estudo de caso utilizando como base a empresa Natura Cosméticos S/A, de expressivo reconhecimento de sua cultura sustentável, conforme demonstram as premiações anteriormente citadas.

Conceitualmente, “o estudo de caso é uma inquirição empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de um contexto da vida real, quando a fronteira entre o fenômeno e o contexto não é claramente evidente e onde múltiplas fontes de evidência são utilizadas” (YIN, 2001, p. 32).

A utilização de um único caso é apropriada em algumas circunstâncias: quando se utiliza o caso para se determinar se as proposições de uma teoria são corretas; quando o caso sob estudo é raro ou extremo, ou seja, não existem muitas situações semelhantes para que sejam feitos estudos comparativos; quando o caso é revelador, ou seja, quando o mesmo permite o acesso a informações não facilmente disponíveis (STAKE, 1978 *apud* ABDALA; OLIVEIRA, 2009, p. 34); quando se pretende reunir, numa interpretação unificada, inúmeros aspectos de um objeto pesquisado (MATTAR, 1996).

4.2 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O delineamento da pesquisa consiste em determinar o que foi pesquisado e quais questões foram levantadas (ROESCH, 1999). Com a crescente importância do mercado de capitais, analistas procuram os melhores métodos para avaliar uma empresa. Além disso, buscam constantemente o aperfeiçoamento dos métodos e, por vezes, acabam criando novas formas de avaliar um investimento.

Atualmente, existe um vasto número de métodos que podem ser utilizados com o intuito de mensurar o valor de um investimento. Segundo Damodaran (2002a), há dois métodos básicos de avaliação. No primeiro – a avaliação de fluxo de caixa descontado, o valor de qualquer ativo é estimado ao se calcular o valor presente dos fluxos de caixa esperados deste ativo redescotado a uma taxa que reflita o seu risco. Na segunda – a avaliação de múltiplos, o valor de um ativo é calculado em relação à precificação de ativos similares no mercado. Outros métodos incluem o valor econômico da empresa, avaliação por dividendos e avaliação pelo valor de mercado.

No mercado de capitais, os mais utilizados são o FCFF (Fluxo de Caixa Livre, ou fluxo de caixa descontado) e a avaliação por múltiplos. Segundo Damodaran (1997), “não há modelo “melhor”. O modelo adequado para o uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo avaliado”. Alguns dos pontos relevantes na escolha: nível de lucro, taxa de crescimento dos lucros, fonte de crescimento, entre outros.

Em um ambiente em que haja limites significantes no mercado para o controle corporativo ou em que os fluxos de caixa líquidos, ao longo do tempo, sejam totalmente pagos como dividendos, o modelo de desconto de dividendos fornece a referência para a comparação com os preços de mercado. Em qualquer outro ambiente, os fluxos de caixa líquidos são muito mais representativos da real capacidade de gerar fluxo de caixa, fornecendo, assim, a estimativa mais razoável do valor. (DAMODARAN, 1997)

Pode-se também utilizar mais de um método para avaliar uma empresa, de forma que um complemente o outro. O importante é que as metodologias ajudem na tomada de decisão e que o gestor ou investidor transforme os dados disponíveis em informação útil para a avaliação de um investimento.

O modelo residual para avaliação de ativos intangíveis, proposto por Santos (2005), parte da premissa que, uma vez estimado o valor da empresa pelo FCFF, ao se deduzir o valor dos ativos tangíveis deste montante obtém-se, por consequência, o valor dos ativos intangíveis.

De acordo com Ludícibus (2000) os ativos intangíveis são ativos de capital que não têm existência física e cujo valor é limitado pelos direitos e benefícios que sua posse confere ao proprietário. A sustentabilidade quando percebida e valorizada pelos *stakeholders*, assim como ocorre com a marca, por exemplo, agrega reconhecimento e reputação à empresa, valorizando-a, por conseguinte.

Alguns estudos empíricos, como o de Bourne e Walker (2005), procuram mapear os *stakeholders* de acordo com suas influências, enfatizando o uso de uma ferramenta que auxilia no processo de mapeamento e visualização do poder e da influência dos grupos de interesse.

Partindo-se do pressuposto que o prêmio⁵ pago sobre o valor medido fisicamente corresponde à expectativa de ganhos futuros, e que esta expectativa é determinada pela percepção de valor agregado pelos *stakeholders*, pode-se concluir que a sustentabilidade pode gerar valor para uma empresa quando percebida e valorizada pelos agentes envolvidos. Segundo Vieira (2004), resume-se que, em uma perspectiva utilitarista⁶ centrada no indivíduo, o valor de um bem resulta de uma avaliação subjetiva da sua capacidade em satisfazer as necessidades do indivíduo.

Conclui-se, portanto, que se for possível ponderar quanto os agentes interessados valorizam o aspecto socioambiental ao mensurar o valor de determinada empresa, dentre uma série de outros benefícios capazes de satisfazer suas necessidades, será possível também estimar o valor agregado pela sustentabilidade no valor total da companhia.

⁵ Diferença entre a taxa de retorno esperada da carteira de mercado ($E [R_m]$) e a taxa de retorno livre de risco (R_f)

⁶ Em economia, é o princípio ético no qual o que determina se uma decisão ou ação é correta é o benefício intrínseco exercido à coletividade, ou seja, quanto maior o benefício, tanto melhor a decisão ou ação

4.2.1 Índice de Sustentabilidade e o Modelo AIS

Tendo como base as premissas esplanadas, foi formulado um método para isolar a parcela correspondente à sustentabilidade do valor total dos ativos intangíveis, obtido com base no modelo residual de Santos (2005).

Inicialmente deve ser realizada uma avaliação com os *stakeholders*, devidamente organizados em categorias, visando apurar, de forma qualitativa e quantitativa, o valor, o peso e a relevância que eles conferem para cada ação de sustentabilidade da empresa. "O valor percebido pelos *stakeholders* precisa ser contraposto com a avaliação interna. Isso indicará um dado numérico quantitativo, o coeficiente de ajuste e alinhamento", explicam Domeneguetti e Meir (2008). Assim, para extrair o peso da sustentabilidade do ativo intangível é preciso determinar a percepção que os *stakeholders* têm deste aspecto ao valorar a empresa.

Os *stakeholders*, ou grupos de interesses, podem ser categorizados utilizando-se como base os principais grupos descritos pelo IBGC (2010): acionistas, empregados, clientes, fornecedores, investidores, sindicatos, concorrentes, credores, governos, comunidade do entorno e meio ambiente.

Considerando-se a existência de um mercado perfeito e com nível ótimo de acesso a informações, seria possível avaliar quanto cada grupo de interesse valoriza a sustentabilidade na empresa; quanto ele aceita pagar a mais (prêmio) por um produto/serviço concebido de forma responsável. Essa estimativa por *stakeholder* equivale a um índice que, somado ao dos demais grupos, resultará na relevância, ou peso, da sustentabilidade na empresa avaliada. Matematicamente, pode-se descrever esta mensuração da percepção de valor sustentável de uma empresa da conforme a Figura 9.

Dada a abundante quantidade de grupos interessados e, por consequência, a complexidade em se obter todas as percepções que formariam, teoricamente, o índice de sustentabilidade de uma empresa, é inviável esperar que se obtenha o valor preciso da sustentabilidade em uma companhia.

$$i_s = \frac{\sum_{x=1}^{x=n} i_x}{n}$$

onde:

i_s = Índice de Sustentabilidade da empresa;

i_x = Índice de Sustentabilidade para o grupo de *stakeholders* x ;

n = Número de índices x .

Figura 9 – Índice de Sustentabilidade

Fonte: elaborado pelo autor

Contudo, ainda que se considere o grau de incerteza das informações obtidas, um método capaz de estimar este valor daria relevante contribuição no auxílio à avaliação de investimentos em aspectos socioambientais. Um modelo matemático é, por conceito, uma representação ou interpretação simplificada da realidade, ou uma interpretação de um fragmento de um sistema, segundo uma estrutura de conceitos mentais ou experimentais. Ele apresenta apenas uma visão ou cenário de um fragmento do todo, normalmente para estudar um determinado fenômeno complexo (RIOS, 1986). Assim, para viabilizar o modelo far-se-á necessário restringir a amostragem de *stakeholders*, pois o modelo somente terá validade se for aplicável e fornecer uma estimativa de valor que seja relevante na tomada de decisão, ainda que com alguma parcela de subjetividade.

Nos dias atuais muitas empresas realizam a chamada gestão dos *stakeholders*, com o intuito de mapear os principais grupos de interesse e suas prioridades. Segundo a consultoria CorpBrasil (2010), a gestão de *stakeholders*, quando realizada de maneira sistêmica e integrada, é o meio mais efetivo de administrar expectativas e estreitar relações organizacionais, sempre com o objetivo de criar valor, reduzir *gaps* de percepção e garantir o sucesso, o crescimento e a perenidade da organização. Assim, a empresa poderá obter uma matriz de informações capazes de orientar a empresa em suas tomadas de decisões.

Após se obter o índice de sustentabilidade da empresa, aplica-se o mesmo ao valor dos ativos intangíveis, mensurados pelo método residual, para se estimar a parcela da sustentabilidade no valor total da empresa (Figura 10).

$$AIS = i_s \times AI$$

onde:

AIS = Ativos Intangíveis de Sustentabilidade;

i_s = Índice de Sustentabilidade;

AI = Ativos Intangíveis pelo Modelo Residual.

Figura 10 – Modelo Residual de Ativos Intangíveis Sustentáveis (AIS)

Fonte: elaborado pelo autor

A principal limitação do Modelo AIS está na coleta dos dados necessários. Além de complexa, qualquer pesquisa ou análise que procure estimar a relevância da responsabilidade socioambiental junto aos *stakeholders* acarretaria altos custos para a empresa sem a garantia de se obter uma informação precisa.

4.2.2 Construção do Estudo de Caso

Objetivando a verificação do modelo sugerido, realizou-se um estudo de caso com uma Companhia de cosméticos com destaque em gestão socioambiental.

Para realizar a aplicação do modelo, devido à restrição de informações aprofundadas de todas as variáveis que afetam o valor sustentável de acordo com o modelo sugerido, é preciso que se limite o universo de *stakeholders*. A forma desenvolvida no estudo para mensurar o índice de sustentabilidade da empresa utilizou como base dois diferentes tipos de grupos de interesses: os internos e os externos (Figura 11).

O índice interno corresponde à parcela da empresa, constituída pela participação dos investimentos em aspectos socioambientais nos investimentos totais (Tabela 2) e pelo atingimento das metas de sustentabilidades nas ferramentas

de gestão de desempenho. Essas metas devem estar adequadas aos padrões de acompanhamento de desempenho socioambiental mais aceitos, como GRI e IBASE.

$$i_s = \frac{(i_i + i_e)}{2}$$

onde:

i_s = Índice de Sustentabilidade da empresa;

i_i = Índice de Sustentabilidade Interna;

i_e = Índice de Sustentabilidade Percebida pelo Consumidor (Externa).

Figura 11 – Modelo Geral do Coeficiente de Sustentabilidade

Fonte: elaborado pelo autor

Matriz de Investimentos	
	Tecnologia, distribuição e aumento de capacidade operacional
	Inovação
	Marketing
	Despesas de Gestão
Responsabilidade Socioambiental ou Corporativa	Colaboradores, familiares e terceiros
	Consultoras e consultores
	Consumidores
	Fornecedores
	Comunidades fornecedoras
	Comunidade do entorno
	Sociedade
	Meio ambiente

Tabela 2 - Matriz de Investimentos

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da Natura (2009)

Esses indicadores apontam o comprometimento do capital humano e financeiro na gestão socioambiental e o quanto a estratégia do negócio está ligada à sustentabilidade. O grupo focal dos esforços estabelecidos no planejamento abrange: os colaboradores, as comunidades do entorno, os fornecedores, o meio ambiente, a sociedade e o consumidor, entre outros. Incorporar a responsabilidade social e ambiental à estratégia significa incluir essas dimensões à proposta de valor da empresa (PORTER; KRAMER, 2006).

Considerando que o desempenho da empresa nas metas de responsabilidade socioambiental estabelecidas e os investimentos em sustentabilidade possuem a mesma relevância na mensuração do valor de sustentabilidade gerado pela Companhia, já que estão interligados e a oscilação de um afeta o desempenho do outro, realiza-se uma média simples entre as duas variáveis para se obter o i_i . Graficamente:

$$i_i = \frac{(IS/IT + AM)}{2}$$

onde:

IS = Investimento em Sustentabilidade no período;

IT = Investimentos Totais da empresa no período;

AM = Atingimento das Metas de Responsabilidade Socioambiental.

Figura 12 – Índice de Sustentabilidade Interna

Fonte: elaborado pelo autor

A variável do público externo é mais complexa de se calcular. Ela deriva da percepção de valor da responsabilidade socioambiental pelo consumidor, ou seja, do quanto o público atribui valor a este item, dentre outros (Figura 13).

$$i_e = \frac{MS + IM}{2}$$

onde:

MS = *Market Share* da empresa no período;

IM = Sustentabilidade percebida na Imagem da Marca.

Figura 13 – Índice de Sustentabilidade do Consumidor (Externa)

Fonte: elaborado pelo autor

Esse estudo vai reconhecer como i_e a representatividade da sustentabilidade na atribuição de valor à marca da Natura, em pesquisa realizada pela própria Companhia no ano de 2008, aplicada ao *market share*⁷ da empresa no período. Assim, espera-se obter um índice que demonstre quanto valor é atribuído à

⁷ Participação da empresa no seu setor de atividade

sustentabilidade exercida pela Companhia, ponderado pela participação dela no setor de cosméticos.

4.3 COLETA DE DADOS

As evidências utilizadas foram documentais, sendo basicamente compostas pelos demonstrativos financeiros e outras informações financeiras da companhia, como indicadores macroeconômicos e desempenho de ações em bolsa de valores disponibilizados na plataforma Economática. Nesse estudo trabalhou-se com o período temporal compreendido entre os anos de 2005 e 2009.

4.3.1 Aplicação do Modelo AIS na Natura S/A

Devido à complexidade do modelo de avaliação dos ativos intangíveis e à restrição de acesso a dados relevantes na determinação das variáveis do modelo, para o estudo de caso da Natura foram adotadas algumas premissas na coleta quantitativa das variáveis.

4.3.1.1 Custo Médio Ponderado do Capital – WACC

Foi utilizado o modelo de CAPM para a mensuração do K_{pl} (Figura 7) seguindo as seguintes premissas:

- Como taxa livre de risco (R_f) foi utilizada a taxa paga pelo CDI ao ano (Anexo A) (fonte: CETIP);
- O retorno esperado da carteira no mercado ($E [R_m]$) corresponde à soma da taxa livre de risco e o prêmio pago pelo risco. Este último considerou a diferença média entre o crescimento do setor de produtos de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos e o crescimento do PIB brasileiro (Anexo B) no período de 2005 a 2009, totalizando valor de 7,42% (fonte: ABIHPEC);

▪ Obeve-se o beta do PL da empresa com a fórmula: $\beta_{pl} = PL / (D + PL) \times \beta_{empresa}$, onde PL corresponde à participação patrimônio líquido no passivo total (item “Patrimonio liquido” dividido pelo item “Passivo e patrimonio liq”, do Anexo C); D indica a participação do patrimônio de terceiros na empresa (item “Passivo e patrimonio liq” menos o item “Patrimonio liquido”, também do Anexo C); e o beta da empresa é mensurado utilizando como base as ações da Natura (NATU3) e o índice Ibovespa (IBOV), segundo a fórmula da Figura 6 (fonte: Economática);

	2005	2006	2007	2008	2009
Kpl	19,93%	17,19%	13,82%	13,58%	11,29%
Rf	19,0%	15,0%	11,8%	12,4%	9,9%
E [Rm]	26,42%	22,46%	19,24%	19,8%	17,3%
Prêmio	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%
β_{pl}	0,13	0,29	0,27	0,16	0,19
PL	38%	41%	35%	33%	42%
D	62%	59%	65%	67%	58%
$\beta_{empresa}$	0,33	0,70	0,78	0,49	0,46

Tabela 3 - Variáveis Kpl

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática e Natura (2005 a 2009)

Já a mensuração do custo da dívida (Kd) se deu, graficamente:

$$Kd = Kd_{nominal} \times (1 - IR)$$

Premissas:

▪ Como alíquota de Imposto de Renda (IR) entendeu-se a taxa efetiva informada nas notas explicativas, item 9b, dos relatórios anuais da empresa (fonte: Natura, 2005 a 2009).

	2005	2006	2007	2008	2009
Kd	24,13%	13,46%	22,22%	15,18%	20,57%
$Kd_{nominal}$	32,3%	17,8%	29,7%	21,9%	26,3%
IR	25,3%	24,4%	25,2%	30,7%	21,8%

Tabela 4 - Variáveis Kd

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática e Natura (2005 a 2009)

O modelo tradicional do WACC engloba também o custo das ações preferenciais (K_{ap}), contudo, por ser integrante do Novo Mercado na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBovespa), a Natura possui apenas ações ordinárias em negociação, o que significa que foi considerado como nula a variável K_{ap} .

Ainda que o modelo originalmente utilize o patrimônio líquido e a dívida a valor de mercado, para viabilizar a sua aplicação considerou-se que os valores informados em balanço patrimonial correspondem aos valores de mercado. Por último, para se obter o $WACC_n$ (no período de estabilidade), realizou-se a média dos WACC's do período entre 2005 e 2009.

	2005	2006	2007	2008	2009	$WACC_n$
WACC	22,53%	15,00%	19,31%	14,65%	16,71%	17,64%
K_{pl}	19,93%	17,19%	13,82%	13,58%	11,29%	
K_d	24,13%	13,46%	22,22%	15,18%	20,57%	
K_{ap}	-	-	-	-	-	
PL^*	521.389	640.551	678.119	698.422	1.139.821	
D^*	847.519	912.260	1.284.492	1.417.485	1.601.397	
P^*	-	-	-	-	-	

*em milhares de R\$

Tabela 5 - Variáveis WACC

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática e Natura (2005 a 2009)

4.3.1.2 Taxa de Crescimento – g

Para os fluxos de caixa operacionais, foram apuradas as taxas de crescimento anual, registradas entre os anos de 2005 e 2009, para o setor de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos (Anexo D), e posteriormente obtida a taxa média de crescimento registrada neste período, conforme Tabela 6 (fonte: ABIHPEC):

	Vendas (bilhões R\$)	Evolução Anual
2004	13,58	-
2005	15,4	13,40%
2006	17,5	13,64%
2007	19,6	12,00%
2008	21,7	10,71%
2009	24,9	14,75%
MÉDIA 5 ANOS		12,90%

Tabela 6 - Taxa de crescimento (g)

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados da ABIHPEC (2009)

4.3.1.3 Fluxos de Caixa Livres da Empresa

No cálculo do FCFF de cada período utilizou-se a o EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*), também conhecido como LAJIR, ou Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda, obtido no Economática. Assim, aplicou-se a seguinte fórmula:

$$FCFF = EBIT (1 - IR) + Depreciação - Desp. de Capital - \Delta Capital de Giro$$

Com exceção da taxa de IR efetiva, que foi consultada no balanço da Companhia (Tabela 4), as demais variáveis foram coletadas no Economática, no módulo *Valuation DCF* (Anexo E). Já na projeção do FCFF seguinte ao n (equivalente ao ano de 2010) considerou-se como premissas a perpetuidade de 5% ao ano e a alíquota de IR de 25,6% (correspondente à média dos 5 períodos anteriores). Valores em milhares de R\$:

	EBIT	IR	Depreciação	Desp. de Capital	Δ Capital de Giro	FCFF
2005	648.025	163.950	54.707	138.691	11.152	388.939
2006	721.442	176.032	65.768	233.189	85.099	292.890
2007	722.544	182.081	86.387	139.361	226.309	261.180
2008	824.357	253.078	97.566	111.796	-31.790	588.839
2009	956.147	208.440	96.474	146.791	65.213	632.177
2010	<i>1.091.380</i>	<i>279.393</i>	<i>86.212</i>	<i>172.773</i>	<i>79.039</i>	646.387

Tabela 7 - Variáveis para cálculo do FCFF

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática e Natura (2005 a 2009)

4.3.1.4 Ativos e Passivo Circulante

O modelo residual para avaliação de ativos intangíveis utiliza a metodologia do Black-Scholes para adicionar os intangíveis que não estão gerando receita ao valor total do AI. Contudo, devido à dificuldade de obtenção dos dados necessários para aplicação do modelo B-S, complexidade de sua mensuração e pequena representatividade dos intangíveis descritos nos relatórios financeiros da Companhia, como *softwares*, marcas e patentes (menos de 3%, em média, do ativo total), foi considerado o valor apresentado em balanço patrimonial.

Já o montante dos ativos tangíveis utilizados para deduzir no modelo residual corresponde ao valor do ativo total menos os ativos intangíveis. Assim, considerou-se como tangível todo bem ou direito da empresa que correspondesse a itens concretos, sejam eles físicos ou de capital.

4.3.1.5 Índice de Sustentabilidade da Natura S/A

Inicialmente, na estimativa do índice interno, reuniu-se o desempenho das metas de responsabilidade socioambiental assumidas pela Companhia e divulgadas em seus relatórios anuais (exemplo do ano de 2009 no Anexo F). Posteriormente, quantificou-se com uma escala de pontuação qual foi o atingimento geral. A pontuação ficou estipulada da seguinte forma: zero, para meta não atingida; um ponto para meta parcialmente atingida e dois pontos para meta atingida. O desempenho observado está descrito na tabela abaixo:

	2005		2006		2007		2008		2009	
AM	72,50%		46,20%		72,50%		56,30%		72,20%	
	Qnt.	Pts.								
<i>Atingida</i>	14	28	6	12	14	28	8	16	5	10
<i>Parcialmente</i>	1	1	-	-	1	1	2	2	3	3
<i>Não Atingida</i>	5	-	7	-	5	-	6	-	1	-
TOTAL	20	29	13	12	20	29	16	18	9	13
<i>Pontuação Máx.</i>		40		26		40		32		18

Tabela 8 - Atingimento de Metas de Resp. Socioambiental

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados da Natura (2005 a 2009)

Em seguida foi avaliada a relevância da responsabilidade socioambiental nos investimentos totais da Companhia no período. Para investimentos totais, somou-se os gastos com inovação, tecnologia e aumento de capacidade, marketing, responsabilidade socioambiental e despesas de gestão, conforme descrito na Tabela 2 (memória de cálculo no Anexo G). Por último, utilizando a fórmula descrita na Figura 12, foi calculada a média dos dois indicadores para se chegar ao índice de sustentabilidade interna.

	2005	2006	2007	2008	2009
i_i	0,39	0,28	0,41	0,34	0,42
AM	72,50%	46,20%	72,50%	56,30%	72,20%
IS*	15.055	23.007	32.878	37.014	47.117
IT*	241.370	260.927	328.420	337.863	412.763

*em milhares de R\$

Tabela 9 - Variáveis índice de sustentabilidade interna

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados da Natura (2005 a 2009)

Premissa:

- Não se localizou os valores referentes aos investimentos em marketing do período de 2005 a 2007. Nesse caso, utilizou-se o crescimento realizado de 2008 a 2009 (20%) para estimar esses valores.

A parcela externa da utilizada estimativa no estudo será a combinação do *market share* da Companhia com o valor percebido pelo consumidor em atributos da marca Natura.

Em 2008 a Natura contratou uma empresa para realizar uma pesquisa sobre a imagem da marca da Companhia. A pesquisa foi realizada com 1.200 pessoas, entre homens e mulheres, das classes A, B, C e D, em três diferentes cidades brasileiras, com o intuito de definir os atributos dados pelos consumidores à marca Natura, comparativamente a determinados concorrentes. A Companhia elegeu 11 atributos de marca, que julgou importante para os seus negócios, e o formulário foi construído com base nesses atributos (NATURA, 2008).

	CONCORRENTES = Setor			Setor	Natura	Δ
	A	B	C			
<i>Compromisso com a verdade</i>	42	55	28	42	77	35
<i>Desenvolvimento sustentável</i>	34	46	19	33	72	39
<i>Inovação</i>	46	52	25	41	80	39
<i>Qualidade</i>	47	56	31	45	80	35
<i>Marca que recompraria</i>	24	53	30	-	60	-
<i>Marca que recomendaria</i>	30	48	24	-	66	-
<i>Preferência pela Marca</i>	11	16	3	30*	47	17

*total Setor

Tabela 10 - Pesquisa sobre imagem da marca

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados da Natura (2008)

Não foi possível obter estudos semelhantes a este para os demais anos do período. Desse modo será considerada como constante a valorização ao desenvolvimento sustentável da Natura em 72%, conforme observa-se na Tabela 9. Reunindo os dados chega-se ao índice de sustentabilidade do consumidor:

	2005	2006	2007	2008	2009
i_e	0,154	0,164	0,159	0,156	0,162
<i>MS</i>	21,4%	22,8%	22,1%	21,6%	22,5%
<i>IM</i>	72%	72%	72%	72%	72%

Tabela 11 - Variáveis índice de sustentabilidade externa

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados da Natura (2005 a 2009)

Uma vez que todas as variáveis foram coletadas, resta realizar o cálculo para se obter a estimativa do valor da sustentabilidade na Companhia (Tabela 13, com valores em milhares de R\$). O cálculo do valor da empresa considerou que o período estável teria início a partir de 2009.

	2005	2006	2007	2008	2009	
AIS	2.267.877	2.192.376	3.184.282	3.257.700	4.105.698	Período Estável
i_s	0,272	0,222	0,285	0,248	0,291	
i_i	0,39	0,28	0,41	0,34	0,42	
i_e	0,154	0,164	0,159	0,156	0,162	
AI	8.337.784	9.875.567	11.172.919	13.135.886	14.108.929	
Valor Empresa	8.859.181	10.466.054	11.723.405	13.729.085	15.083.271	
FCFF	388.939	292.890	261.180	588.839	632.177	646.387
Valor Final						7.533.714
WACC	22,53%	15,00%	19,31%	14,65%	16,71%	17,64%
g_n						12,90%
AIcl	-	25.034	63.817	52.612	82.740	
ATcc	1.368.908	1.527.777	1.898.794	2.063.295	2.658.478	
PC	847.511	912.256	1.284.491	1.417.484	1.601.396	

Tabela 12 - Valor Estimado da Sustentabilidade na Natura S/A

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Econômica e Natura (2005 a 2009)

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 VALOR DA EMPRESA X PREÇO DE MERCADO

Inicialmente é interessante que se faça uma análise do Valor da Empresa obtido pelo modelo do fluxo de caixa descontado, para verificar se o valor se aproxima da realidade.

Segundo Damodaran (1997), o *benchmark* para fins comparativos, na maioria das avaliações, é o preço de mercado da Companhia, que nada mais é do que o produto do preço das ações pela quantidade de ações no mercado.

	Valor de Mercado (NATU3)	Valor Empresa, pelo FCFF	Crescimento Médio NATU3
2005	8,6	8,9	8,6
2006	12,8	10,5	10,4
2007	7,4	11,7	12,2
2008	8,3	13,7	14,0
2009	15,8	15,1	15,8

Tabela 13 - Valor Empresa - Natura S/A

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática

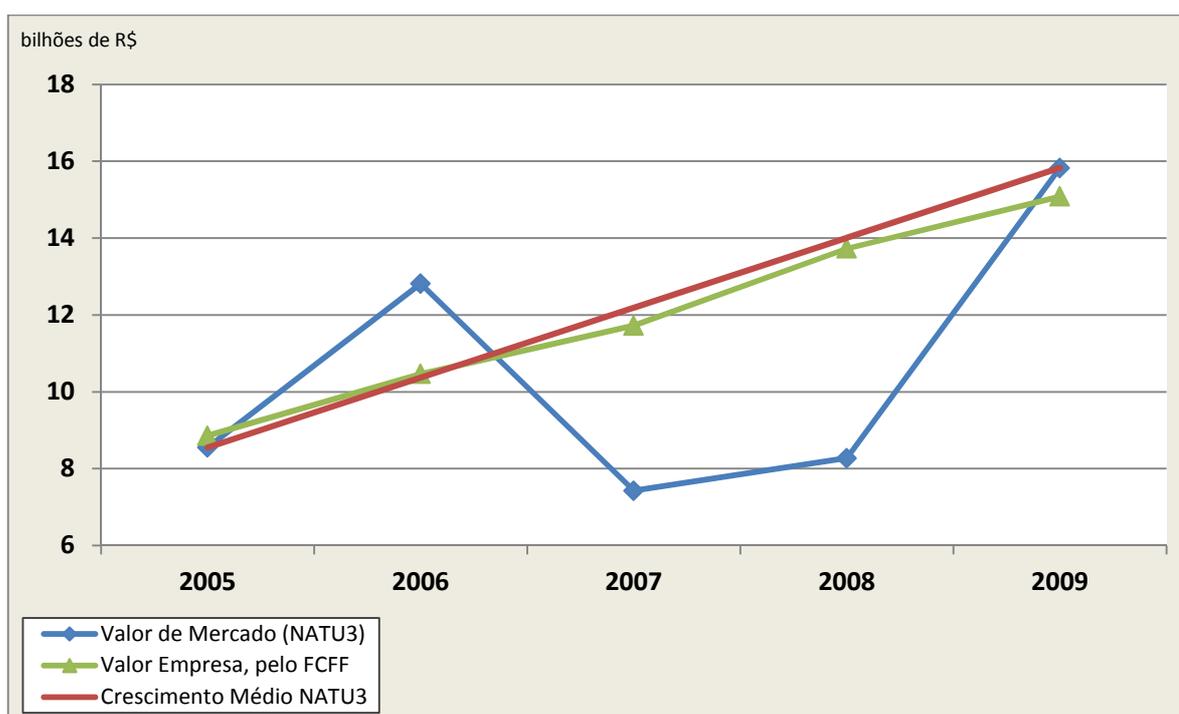


Figura 14 – Análise do Valor da Empresa

Fonte: elaborado pelo autor, com base em dados do Economática

Analisando o gráfico acima, verifica-se que o valor da empresa estimado pelo modelo de avaliação do fluxo de caixa descontado apresenta fortes diferenças em relação ao preço de mercado da Companhia, principalmente em 2007 e 2008. De acordo com a empresa, em 2007 os papéis sofreram com o desempenho abaixo do esperado no ano anterior, e em 2008 a crise mundial derrubou praticamente todos os papéis negociados nos mercados mundiais (NATURA, 2010).

Nesse sentido, segundo Damodaran (1997, p. 3) “o valor obtido a partir de qualquer modelo de avaliação é afetado por informações específicas sobre a empresa e o mercado. Consequentemente, o valor se modificará à medida que novas informações sejam reveladas”. Assim, devido ao fluxo constante e abundante de informações para os mercados financeiros, uma avaliação de uma empresa se torna obsoleta rapidamente e necessita logo ser atualizada de forma a refletir as informações correntes.

Como o preço das ações de uma empresa reflete, praticamente em tempo real, o impacto das informações divulgadas, é natural que o valor de mercado da Companhia oscile de forma acentuada no curto e médio prazo. Já o valor de mercado estimado pelo modelo de FCFF, utilizado nesse estudo, tem como base informações de balanços patrimoniais anuais, que não refletem as variações ocorridas ao longo do período. Isso explica, em parte, a razão de haver diferenças tão acentuadas entre os dois indicadores.

Todavia, convém se trabalhar com um horizonte de cinco anos, onde é possível traçar uma curva de crescimento médio de maneira que os impactos pontuais no preço de mercado acabem sendo diluídos. Dessa forma, o valor da empresa obtido pelo FCFF aproxima-se fortemente do valor médio da Companhia ao longo do período, sinalizando que, apesar do modelo não trazer um valor preciso, é possível utilizá-lo como referência na avaliação de uma empresa.

5.2 O VALOR DA SUSTENTABILIDADE NA NATURA

Uma das técnicas mais simples de aplicação e, ao mesmo tempo, mais importantes no que se refere à riqueza das informações geradas para a avaliação do

desempenho empresarial, é a análise horizontal e vertical (ASSAF NETO; LIMA, 2009).

Ainda segundo Assaf Neto e Lima (2009), no caso específico da análise horizontal, avalia-se a evolução dos itens da demonstração financeira em intervalos sequencias de tempo, utilizando como base o primeiro ano do período. Já a análise vertical se desenvolve por meio de comparações relativas entre valores afins ou relacionáveis identificados numa mesma demonstração financeira, visando identificar as alterações ocorridas na estrutura da demonstração avaliada.

Como o valor da sustentabilidade avaliado nesse estudo não se verifica em balanço patrimonial, não há como compará-lo com os demais itens do ativo da Companhia. Entretanto, a fim de verificar a evolução da sua representatividade no contexto do valor da empresa por inteiro, as análises horizontal e vertical configuram-se como boas ferramentas para efetuar esta avaliação, conforme a Tabela 10 (valores em milhões de reais):

	2005	AH	2006	AH	2007	AH	2008	AH	2009	AH
Valor Empresa	10.115	100	11.099	109,7	12.106	119,7	13.024	128,8	13.528	133,7
AI	9.593	100	10.509	109,5	11.555	120,5	12.431	129,6	12.554	130,9
AIS	2.657	100	2.385	89,8	3.409	128,3	3.145	118,4	3.653	137,5

	2005	AV	2006	AV	2007	AV	2008	AV	2009	AV
Valor Empresa	10.115	100%	11.099	100%	12.106	100%	13.024	100%	13.528	100%
AI	9.593	94,8%	10.509	94,7%	11.555	95,5%	12.431	95,4%	12.554	92,8%
AIS	2.657	26,3%	2.385	21,5%	3.409	28,2%	3.145	24,1%	3.653	27,0%

Tabela 14 - Análise Horizontal e Vertical

Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se verificar que ao final do período de cinco anos analisado, os ativos intangíveis ligados à sustentabilidade apresentaram uma valorização ligeiramente superior aos ativos intangíveis no geral e também ao valor da empresa como um todo. Além disso, é possível concluir que o valor da empresa não é diretamente dependente do valor da sustentabilidade, já que nos anos de 2006 e 2008 o A/S apresentou desvalorização, ao passo que o valor da empresa manteve um crescimento estável.

A análise vertical demonstra que a sustentabilidade se mantém, ao longo dos cinco anos analisados, com uma representatividade significativa: em média 25% do

valor total da empresa. Em outras palavras, pode-se afirmar, com base nas estimativas do modelo de avaliação de ativos intangíveis de sustentabilidade, que um quarto do valor da Natura deriva de seus investimentos em aspectos socioambientais.

	2005	2006	2007	2008	2009
AIS	2,27	2,19	3,18	3,26	4,11
Valor Empresa	8,86	10,47	11,72	13,73	15,08

Tabela 15 - Representatividade da Sustentabilidade no Valor da Natura

Fonte: elaborado pelo autor

Convergindo esses dados em um gráfico, fica fácil perceber como é relevante a parcela da sustentabilidade no valor da Companhia.

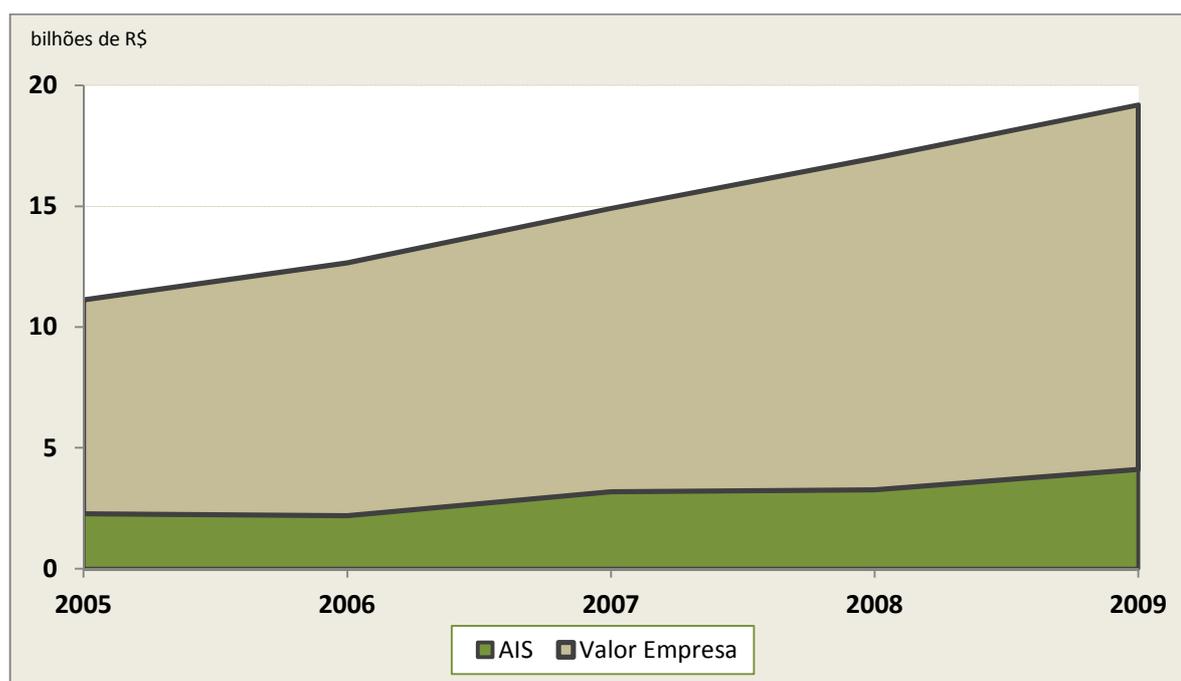


Figura 15 – Evolução Valor Empresa e Valor Sustentabilidade

Fonte: elaborado pelo autor

5.3 INDICADOR DE RENTABILIDADE

Com o objetivo de verificar o retorno obtido pelos investimentos em sustentabilidade, se fará uso de indicadores de rentabilidade adaptados à realidade do presente estudo. “Os indicadores de rentabilidade buscam avaliar os resultados

auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros, que melhor revelam suas dimensões.” (ASSAF NETO; LIMA, 2009, p. 228).

Os indicadores de rentabilidade básicos são o ROA (*Returno of Assets*), o ROE (*Returno on Equity*) e o ROI (*Return on Investment*). Por não ser possível usar como parâmetro do Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido da Companhia na avaliação do *AIS*, em virtude deste não constar em relatórios contábeis, será utilizado o ROI para avaliar a rentabilidade dos investimento em sustentabilidade na Natura.

Segundo Assaf Neto e Lima (2009), o ROI representa a relação entre o dinheiro ganho ou perdido através de um investimento, e o montante de dinheiro investido.

Em geral, o ROI é obtido pela razão entre o lucro operacional e o investimento médio. Como é incompatível comparar dados contábeis com o valor estimado para a sustentabilidade pelo modelo *AIS*, será feita uma adaptação no cálculo do ROI. No estudo os dados utilizados serão os investimentos em aspectos socioambientais (variável *IS* do modelo proposto) e o valor gerado ao ano nos ativos intangíveis (diferença entre período n e $n-1$), conforme Tabela 16 (valores em milhões de reais):

	2005	2006	2007	2008	2009	Período 5 anos	
AIS	2.268	2.192	3.184	3.258	4.106		
Δ AIS	-	-76	992	73	848	Δ 09 – 05	1.837
IS	15	23	32	37	47	∑ 05 – 09	155
ROI	-	-3,3	30,2	2,0	18,0	-	11,8

Tabela 16 – Retorno dos Investimentos em Sustentabilidade

Fonte: elaborado pelo autor

Utilizou-se o valor gerado em *AIS* no ano, ao invés do valor total, em função de que a sustentabilidade, como valor para a Companhia, antecede o ano de 2005. Assim, o valor inicial de *AIS* representa o acumulado ao longo dos anos, de forma que não se obteria um indicador adequado para avaliar a rentabilidade dos investimentos se fosse considerado o total no cálculo. Trabalhando com o *delta* equivale, teoricamente, a considerar como base zero o valor de *AIS* em 2005.

Avaliando os números obtidos na tabela, observa-se que, em geral, os investimentos em políticas de responsabilidade social e ambiental acarretam

retornos expressivos à empresa. À exceção do ano de 2006, no qual o *A/S* apresentou queda em relação ao ano anterior, os demais anos apresentaram forte rentabilidade.

Além disso, ao se considerar o total de valor gerado ao longo do período de cinco anos (1.837 MBRL) e o investimento total em sustentabilidade nesse período (155 MBRL), o retorno sobre o investimento obtido é de 11,8. Isso significa que a Natura somou um retorno quase que doze vezes superior ao montante investido nesse período.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou contribuir na formulação de um método capaz de estimar o valor da sustentabilidade em uma empresa e, no sentido de realizar a verificação do modelo proposto, foi feita a aplicação do mesmo em uma companhia brasileira de capital aberto, mais especificamente na Natura Cosméticos S/A.

Partiu-se do princípio que a sustentabilidade é classificada como um ativo intangível. Tendo como base o modelo residual de mensuração de ativos intangíveis, obteve-se o valor dos ativos intangíveis da Companhia e se isolou o percentual referente à sustentabilidade no todo.

Para captar apenas a parcela dos aspectos socioambientais do ativo intangível total, denominado de *índice de sustentabilidade* no estudo, é preciso verificar o valor percebido por cada grupo de *stakeholders* sobre a responsabilidade socioambiental da empresa. Assim, é possível aplicar essas informações, em forma de índice, ao valor do ativo intangível da companhia.

À medida que é inviável coletar tamanha quantidade de informações, o estudo buscou reduzir o universo de grupos de interesses, simplificando, assim, o modelo proposto. Desse modo, foram utilizados dados internos da Companhia que refletiam o seu desempenho em sustentabilidade, além do valor percebido pelos seus consumidores. Estas informações representaram a importância que os *stakeholders* da Natura dão para as políticas socioambientais praticadas pela empresa.

O valor da sustentabilidade estimado pelo Modelo *AIS*, como foi denominado o modelo sugerido, demonstra que os investimentos nessa área agregam expressivos retornos ao valor de mercado da Companhia, sem considerar os benefícios gerados ao meio-ambiente e à sociedade em geral. Entretanto, o modelo apresenta uma série de limitações que o tornam uma referência relativamente subjetiva ao se avaliar os investimentos em sustentabilidade.

A principal dificuldade do método reside na complexidade de se levantar com todos os grupos de *stakeholders* a importância que os mesmo conferem à sustentabilidade empresarial ao valorar uma companhia. Não obstante, esta avaliação é qualitativa, que por natureza é permeada de subjetividade, influenciando diretamente no valor quantitativo obtido ao final do processo.

As principais autoridades em administração apontam que, cada vez mais, a responsabilidade socioambiental fará parte da rotina das empresas. Àquelas que não se adaptarem a esta nova realidade devem perder espaço no mercado e, posteriormente, tendem a sucumbir aos concorrentes mais preparados. Como qualquer companhia apenas investirá seu capital em projetos que resultem em ganhos futuros, é essencial que se tenha uma forma de mensurar e estimar os retornos financeiros resultantes dos investimentos em aspectos de sustentabilidade.

Conclui-se, portanto, que as empresas necessitam de um modelo capaz de estimar o retorno desses investimentos, a fim de auxiliá-las na tomada de decisão de projetos de responsabilidade socioambiental. Naturalmente, o modelo proposto apresenta consideráveis limitações e não tem a pretensão de esgotar as pesquisas neste campo ainda pouco explorado. Ainda sim, o estudo contribui ao assunto na medida em que sugere uma alternativa de mensuração do valor da sustentabilidade empresarial, podendo servir tanto como indicador para esse tipo de investimentos, quanto como ponto de partida para outros estudos nesse sentido.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDALA, E. C.; OLIVEIRA, M. T. T. Estratégia e Responsabilidade Socioambiental: uma análise de conteúdo em instituições financeiras brasileiras. In: XII SemeAd, 2009. **Anais...** São Paulo: EAD/FEA USP, 2009. Empreendedorismo e Inovação.

ABIHPEC. **Anuário 2009**. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.abihpec.com.br/dadosdomercado.php>>. Acesso em: 16 out. 2010.

ALBERTON, A. **Meio ambiente e desempenho econômico – financeiro: impacto da ISO 14001 nas empresas brasileiras**. 2003. 285 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

ALVES, A. Sustentabilidade aumenta valor de mercado em até 4%, diz estudo. **Exame**, 2010. Disponível em < <http://exame.abril.com.br/economia/meio-ambiente-e-energia/noticias/sustentabilidade-aumenta-valor-de-mercado-em-ate-4-diz-estudo>>. Acesso em: 1 nov 2010.

ARANTES, E. Investimento em responsabilidade social e sua relação com o desempenho econômico das empresas. **Conhecimento Interativo**, São José dos Pinhais, vol. 2, n. 1, p. 3-9, 2006.

ASHLEY, P. (Org.). **Ética e responsabilidade social nos negócios**. São Paulo: Saraiva, 2005.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

AURELIO, **O mini dicionário da língua portuguesa**. 3ª edição revista e ampliada do mini dicionário Aurélio. 7ª impressão. Rio de Janeiro, 2009.

BARBIERI, J. C. **Desenvolvimento e meio ambiente: as estratégias de mudanças da agenda 21**. 4. ed. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

BOURNE, L. e WALKER, D. H. T. **Visualising and mapping stakeholder influence**. **Management Decision**, v.43, n.5, p.649-660. 2005.

CADERNO DIGITAL DE INFORMAÇÃO SOBRE ENERGIA, AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO. **Desenvolvimento e Meio ambiente**, 2007. Disponível em: <http://www.guiafloripa.com.br/energia/desenvolvimento/desenv_meio_ambiente.php>. Acesso em: 13 abr 2010.

CESAR, J. F.; SILVA JUNIOR, A. A relação entre a responsabilidade social e ambiental com o desempenho financeiro: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. In: II CONGRESSO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, n. 2, 2008, Salvador. **Anais**. Salvador: ANPCONT, 2008.

CORPBRASIL, Gestão de Stakeholders. Nossa Abordagem. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.corpbrasil.com.br/corpbrasil/abordagem.php>>. Acesso em: 20 nov 2010.

CORREA, F. T. B. S; MEDEIROS, J. R. **Responsabilidade Social Corporativa para quem?** Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, 2007. Disponível em: <http://www.ethos.org.br/docs/comunidade_academica/premio_ethos_valor/trabalhos/339_Filipe_e_Joao_Ricardo.doc>. Acesso em: 23 mai 2010.

DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação**: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Makron, 2002a.

_____, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

_____, A. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Porto Alegre, RS: Bookman, 2002b.

DOMENEGUETTI, D.; MEIR, R. **Ativos Intangíveis – O Real Valor das Empresas**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2008.

EXAME. **Guia exame de sustentabilidade**. São Paulo: Ed. Abril, 2009 – anual.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GORTE, J. F. **Alpha or Beta? The Financial Value of Sustainability**. PAX World Investments, 2007. Disponível em: <<http://www.paxworld.com/viewpoint/2007/10/24/>>

alpha-or-beta-the-financial-value-of-sustainability-by-julie-fox-gorte-phd-senior-vice-president-for-sustainable-investing/>. Acesso em: 24 mai 2010.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOPKINS, M. S. Siga o mestre do capitalismo natural. **HSM Management**, São Paulo, n. 80, p. 62-72, 2010.

IBGC. **Guia de Sustentabilidade para as Empresas**. São Paulo, 2009. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/CadernoGovernanca.aspx?CodCaderno=6>>. Acesso em: 10 mai 2010.

IUDÍCIBUS, S. de. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 6. ed., 2000.

IPEA. Iniciativa Privada e o Espírito Público: **a evolução da ação social das empresas privadas no Brasil**. Anna Maria Tiburcio Medeiros Peliano (coord.). On Line. 2006. Disponível em <http://asocial.calepino.com.br/rubrique.php3?id_rubrique=11>. Acesso em: 14 set 2010.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 126 f. Tese (Doutorado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

LITTLE, A. D. The Business Case for Corporate Citizenship. 2002. Disponível em <<http://www.csrwire.com/pdf/Business-Case-for-Corporate-Citizenship.pdf>>. Acesso em: 26 mai 2010.

LOPES, Juliana. Especial – **Quanto Vale Ser Sustentável? (parte 1)**. São Paulo, 2008. Disponível em <<http://www.ideiasustentavel.com.br/2008/06/especial-quanto-vale-ser-sustentavel-parte-1/>>. Acesso em: 10 mai. 2010.

LUBIN, D. A.; ESTY, D. C. The sustainability imperative. **Harvard Business Review**, v. 88, n. 5, p. 42-50, 2010.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing** (edição compacta). São Paulo: Atlas, 1996.

MCGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A.; SCHNEEWEIS, T. Corporate social responsibility and firm financial performance. **Academy of Management Journal**, v.31, n.4, p.854-872, 1988.

MORETTI, S. **A trama e a urdidura: responsabilidade social das empresas**. Tese (Doutorado em Ciências Sociais - Programa de Pós-graduação em Ciências Sociais), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.

NASCIMENTO, Luis Felipe. Quando a gestão social e a gestão ambiental se encontram. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Associação Nacional dos Cursos de Pós-Graduação em Administração, 2007.

NATURA Cosméticos S/A. **Relatório Anual – 2005 a 2009**. Disponível em <<http://www.natura.infoinvest.com.br>>. Acesso em: set-out 2010.

_____. **Cosméticos S/A. Estratégias da Companhia**. 2008. Disponível em <<http://www.natura.infoinvest.com.br>>. Acesso em: 10 nov 2010.

NOSSA, V.; CARVALHO, L. N. G. Uma análise do conteúdo do disclosure ambiental de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. In: XXVII NANPAD, 2003, Atibaia. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2003.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. Strategy & society - The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, EUA, 2006.

REZENDE, I. A. C. Análise da rentabilidade e performance dos investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: 4^o Simpósio FUCAPE de produção científica, 4., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: FUCAPE, 2006.

RIOS, J. L. P. **Modelos Matemáticos em Hidráulica e no Meio Ambiente no Simpósio Luso-Brasileiro sobre Simulação e Modelação em Hidráulica**. APRH – LNEC. Lisboa, 1986.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 2^a ed. Porto Alegre: Atlas, 1999.

SANTOS, J. L. dos. **Contribuição à avaliação econômica de ativos intangíveis**. 2005. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L.; FERNANDES, L. A. **Fundamentos da avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo, SP: Atlas, 2006. 162 p.

SCHROEDER, J. T.; SCHROEDER, I. Responsabilidade social corporativa: limites e possibilidades. **Revista de Administração de Empresas – RAE eletrônica**, São Paulo, v. 3, n. 1, 2004. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v3n1/v3n1a01.pdf>>. Acesso em: 22 mai 2010.

SILVA, F. P. O modelo de Gestão de Pessoas e a Gestão Socioambiental nas organizações do Rio Grande do Sul. **Dissertação de Mestrado – UFRGS**, Porto Alegre, 2009.

SOARES, G. M. P. Responsabilidade social corporativa: por uma boa causa? **Revista de Administração de Empresas – RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 3, n. 2, 2004. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v3n2/v3n2a07.pdf>>. Acesso em: 25 mai 2010.

SOUZA, R. S. Evolução e Condicionantes da Gestão Ambiental nas Empresas. **Revista Eletrônica de Administração - REAd**, vol. 8, n. 6, 2002.

TUPY, O. Investimentos em meio ambiente, responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro de empresas no Brasil. **Revista de Estudos Politécnicos**. vol VI, nº 10, 073-086. 2008.

VET, L. Uma economia do tipo “pega-fabrica-descarta” esgota os recursos naturais. **Envolverde - Revista Digital de Ambiente, Educação e Cidadania**, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.envolverde.com.br/materia.php?cod=70057&edt=>>>. Acesso em: 12 mai 2010.

VIANA, O. Estudos no Mercado de Capitais. **ATM|NYSE Euronext Lisbon**. Lisboa, 2008. Disponível em <http://www.associacaodeinvestidores.com/wikinveste/index.php?title=Enterprise_Value>. Acesso em: 15 nov 2010.

VIEIRA, P. C. C. **Introdução à teoria do consumidor**. Faculdade de Economia do Porto, 2004. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/docentes/pcosme/trabalhos/22-microeconomia.pdf>>. Acesso em: 01 out 2010.

WILLARD, B. **The Sustainability Advantage: Seven Business Case Benefits of a Triple Bottom Line**. Canada: New Society Publishers, 2002.

WOOD, D. Corporate social performance revisited. **Academy of Management Review**. v.16, n. 4, p. 691-718, 1991.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3^a ed. São Paulo: Bookman, 2001. 212p.

ANEXOS

ANEXO A – EVOLUÇÃO MENSAL CDI

CDI	2009	2008	2007	2006	2005
JAN.	1,0427	0,9216	1,08	1,43	1,38
FEV.	0,8527	0,7948	0,87	1,14	1,22
MAR.	0,9665	0,8383	1,05	1,42	1,52
ABR.	0,8356	0,898	0,94	1,08	1,41
MAI.	0,7664	0,871	1,02	1,28	1,5
JUN.	0,7514	0,9482	0,9	1,18	1,58
JUL.	0,784	1,064	0,97	1,17	1,51
AGO.	0,6914	1,0128	0,99	1,25	1,65
SET.	0,6915	1,0983	0,8	1,05	1,5
OUT.	0,6912	1,1739	0,92	1,09	1,4
NOV.	0,659	0,996	0,84	1,02	1,38
DEZ.	0,7238	1,111	0,84	0,98	1,47
TOTAL ANO	9,88%	12,38%	11,82%	15,04%	19,00%

ANEXO B – EVOLUÇÃO ANUAL PIB BRASIL E SETOR DE HIGIENE PESSOAL, PERFUMARIA E COSMÉTICOS

VARIÇÃO ANUAL – EM PORCENTAGEM			
ANO	PIB	INDÚSTRIA GERAL	SETOR Deflacionado
1996	2,7	3,3	17,2
1997	3,3	4,7	13,9
1998	0,2	-1,5	10,2
1999	0,8	-2,2	2,8
2000	4,3	6,6	8,8
2001	1,3	1,6	10,0
2002	2,7	2,7	10,4
2003	1,1	0,1	5,0
2004	5,7	8,3	15,0
2005	3,2	3,1	13,5
2006	4,0	2,8	15,0
2007	6,1	4,9	9,4
2008	5,1	4,3	7,6
2009	-0,2	-5,5	9,8
Acumulado últimos 14 anos	48,4	45,7	307,0
Médio Composto últimos 14 anos	2,9	2,3	10,5

FONTE: IBGE - Banco Central – ABIHPEC- Deflator: Índice IPC FIPE Higiene e Beleza

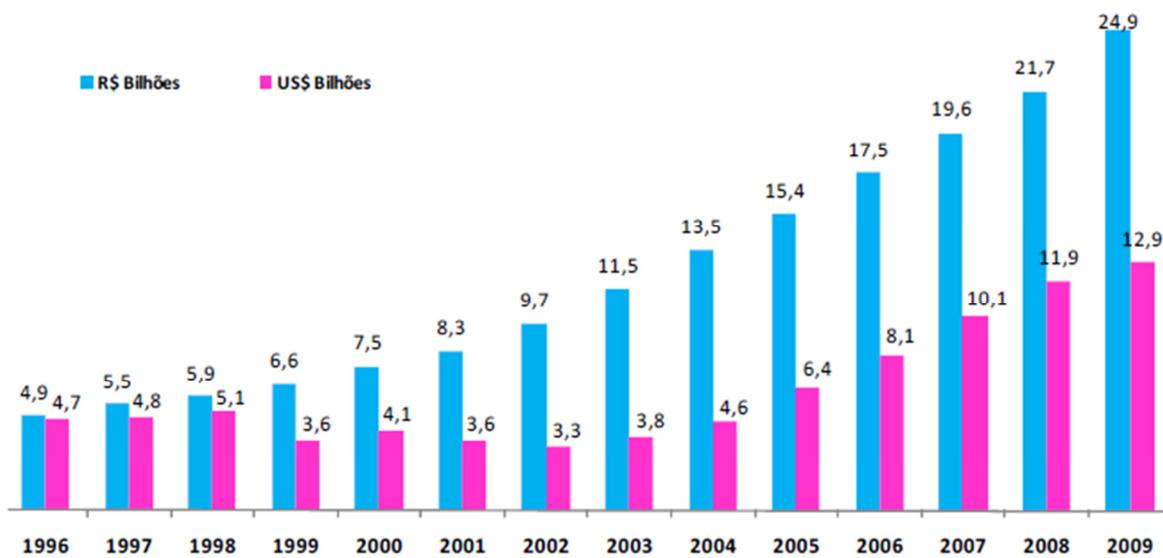
ANEXO C – BALANÇO PATRIMONAL NATURA S/A

Economática - [Demonstrativos Financeiros Em R\$ Real em milhares]					
Arquivo Editar Janela Parâmetros Ajuda					
Natura • ON • NATU3		Bovespa			
Consolidado	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009
DIVERSOS					
Metodo Contabil	L.S.	L.S.	L.S.	L.S.	IFRS
ATIVO					
Ativo total	1.368.908	1.552.811	1.962.611	2.115.907	2.741.218
Ativo Circulante	924.864	990.578	1.323.248	1.463.168	1.716.362
Disponivel e Inv CP	386.439	275.156	405.392	350.497	500.294
Creditos Comerciais CP	316.264	374.168	535.528	470.401	452.868
Clientes CP	316.264	374.168	535.528	470.401	452.868
Creditos diversos	0	0	0	0	0
Aplicacoes Financ CP	0	0	0	0	0
Outros Creditos CP	0	0	0	0	0
Estoques	152.307	237.091	251.079	333.632	509.551
Outros Ativos CP	69.854	104.163	131.249	308.638	253.649
Ativo nao circulante	444.044	562.233	639.363	652.739	1.024.856
Realizavel LP	72.999	64.668	104.583	106.119	449.860
Creditos Comerciais LP	72.999	64.668	104.583	106.119	449.860
A Receber de Control LP	0	0	0	0	0
de Coligadas	0	0	0	0	0
de Controladas	0	0	0	0	0
de Outras Pessoas Ligads	0	0	0	0	0
Outros Ativos LP	0	0	0	0	0
Permanente	371.045	497.565	534.780	546.620	574.996
Inv em subsid e outros	5.761	630	0	0	0
Inv em coligadas	0	-	0	0	0
Inv em coligadas - agio	0	-	0	0	0
Invest em Subsidiarias	5.761	-	0	0	0
Inv em subsid - agio	0	-	0	0	0
Outros Investimentos	0	-	0	0	0
Outros	0	-	0	0	0
Imobilizado	365.284	471.901	470.963	494.008	492.256
Intangiveis e agio	0	25.034	63.817	52.612	82.740
Diferido	0	0	0	0	0

Continua...

Economática - [Demonstrativos Financeiros Em R\$ Real em milhares]					
Arquivo Editar Janela Parâmetros Ajuda					
Natura • ON • NATU3		Bovespa			
Consolidado	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009
PASSIVO					
Passivo e patrimonio liq	1.368.908	1.552.811	1.962.611	2.115.907	2.741.218
Passivo Circulante	634.524	731.738	966.136	1.067.536	1.337.082
Financiamento CP	68.309	75.888	284.707	190.550	569.366
Debentures CP	0	0	0	0	0
Fornecedores CP	152.160	214.257	175.650	186.188	255.456
Impostos a Pagar CP	89.085	95.672	118.511	177.802	341.306
Dividendos a Pagar CP	212.769	213.813	237.898	311.854	0
Provisoes CP	2.703	2.185	888	0	0
A Pagar a Controlad CP	0	0	0	0	0
Outros Passivos CP	109.498	129.923	148.482	201.142	170.954
Passivo nao circulante	212.987	180.518	318.355	349.948	264.314
Exigivel LP	212.987	180.518	318.355	349.948	264.314
Financiamento LP	119.156	127.077	259.992	289.480	134.992
Debentures LP	0	0	0	0	0
Provisoes LP	90.599	49.093	51.021	51.144	119.980
A Pagar a Controlad LP	0	0	0	0	0
Adiant p fut aum de cap	0	0	0	0	0
Outros Passivos LP	3.232	4.348	7.342	9.324	9.342
Resultados de Exer Futur	0	0	0	0	0
Part acionistas minorit	8	4	1	1	1
Patrimonio liquido	521.389	640.551	678.119	698.422	1.139.821
Capital social	230.762	233.862	390.618	391.423	404.261
Reservas de Capital	119.909	134.633	122.266	140.102	142.979
Reservas de Reavaliacao	0	0	0	0	0
Ativos Proprios	0	0	0	0	0
Ativos de Contr/Colig	0	0	0	0	0
Reserva de Lucros	170.718	272.056	165.235	161.736	611.304
Reserva Legal	18.650	18.650	18.650	18.650	18.650
Reserva Estatutaria	0	0	0	0	0
Reserva p/ Contingencias	0	0	0	0	0
Reservas de Luc a Realz	-1.871	-10.424	-5.083	0	0
Resv de Retencao de Luc	153.939	263.830	151.668	143.086	235.043
Resv Esp p/ Div nao Dist	0	0	0	0	0
Outras reservas	0	0	0	0	357.611
Ajustes de aval patrimo	0	0	0	5.161	-18.723
Ajuste titulos val mobil	0	0	0	-	-
Ajustes acumul de conver	0	0	0	-	-
Ajustes de comb de negoc	0	0	0	-	-
Lucros acumulados	0	0	0	0	0
Adiant p fut aum de cap	0	0	0	0	0
Divida Fin Moeda Estrang	16.223	17.070	-	-	156.497

ANEXO D – EVOLUÇÃO DAS VENDAS DO SETOR DE HIGIENE PESSOAL, PERFUMARIA E COSMÉTICOS



Fonte: ABIHPEC

ANEXO F – MATRIZ DE METAS DE RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL NATURA – RELATÓRIO ANUAL DE 2009

Públicos	Temas prioritários	Compromissos 2009	Justificativas
COLABORADOR	Qualidade das relações	Atingir 71% de favorabilidade na Pesquisa de Clima com colaboradores.	META ATINGIDA - Alcançamos 72% na Operação Brasil. O resultado deve-se, principalmente, ao crescimento de oito pontos percentuais em favorabilidade no público operacional em consequência do Projeto RenovAção.
	Educação	Investir 3,5% do total da folha de pagamento em treinamentos.	META ATINGIDA - No Brasil, o investimento em educação possibilitou a formação e o desenvolvimento de 4.714 colaboradores, o valor total do investimento representa 4,4% sobre o total da folha de pagamento.
CONSULTORAS E CONSULTORES	Qualidade das relações	Manter 90% de favorabilidade na Pesquisa de Satisfação com Consultoras e Consultores.	META ATINGIDA - Mantivemos no mesmo patamar do ano anterior tanto o índice de qualidade da relação (clima), que ficou em 90% quanto ao de satisfação com as consultoras e consultores, que ficou em 88%.
	Educação	Arrecadar R\$ 3.744 milhões com a venda de produtos da linha Creer Para Ver. Registrar a participação de 463.054 Consultoras e Consultores em treinamentos.	META ATINGIDA - Arrecadamos R\$ 3.768 milhões. Para atingir esse objetivo, investimos no lançamento de produtos, como novas camisetas e na bolsa de compras. META ATINGIDA - Foram 527 mil CNs treinadas (total de 583 mil participações em treinamentos, subtraídas as repetições).
CONSUMIDOR	Qualidade das relações	Manter o índice de 47% em preferência de marca, extraído da pesquisa Brand Essence (imagem de marca). Divulgar os princípios de relacionamento para os consumidores.	META NÃO ATINGIDA - Alcançamos 46%. Estatisticamente, atingimos a meta, pois temos uma margem de erro nessa pesquisa. Entretanto, preferimos ser mais conservadores e considerar a meta como não atingida. META NÃO ATINGIDA - Divulgamos os Princípios de Relacionamento com os Consumidores no início de 2010. Os princípios abordam temas tais como canais de diálogo, relacionamento, qualidade de produtos e serviços, sustentabilidade e encantamento, e está disponível para consulta em www.natura.net/principios .
	Impacto dos produtos	Eliminar parabens do portfólio até 1º de dezembro de 2010. Eliminar os ftalatos do portfólio como ingrediente de formulação até 1º de julho de 2010.	META PARCIALMENTE ATINGIDA - Mais de 90% do portfólio de produtos são livres de parabens. Avançamos nas pesquisas de novos conservantes e demos prosseguimento à substituição desse ingrediente. META PARCIALMENTE ATINGIDA - Mais de 95% do portfólio de produtos são livres de ftalatos. Descontinuamos o uso de ftalatos utilizados nas embalagens de policloreto de vinila (PVC), que ficam em contato com os produtos.
SOCEIDADE	Educação	Implementar o projeto Trihas em 210 municípios brasileiros. O projeto visa criar oportunidades para que crianças da pré-escola tenham maior acesso à literatura infantil e, conseqüentemente, à cultura da língua escrita.	META ATINGIDA - Projeto Trihas implementado, resultado de dois anos de desenvolvimento e, em 2009, tornou-se presente em 210 novos municípios.
PÚBLICOS DIVERSOS	Qualidade das relações	Envolver os públicos de relacionamento na definição e acompanhamento das prioridades estratégicas da Natura por meio do processo de engajamento.	META ATINGIDA - As prioridades estratégicas da Natura foram apreciadas pelos públicos ao longo dos diversos diálogos realizados em 2009, e suas contribuições foram valioso subsídio para nosso planejamento estratégico.
FORNECEDORES	Qualidade das relações	Atingir 85% de favorabilidade por empresa na Pesquisa de Satisfação com Fornecedores.	META NÃO ATINGIDA - Alcançamos 82%. A satisfação geral dos fornecedores melhorou em relação a 2008, influenciada principalmente pelo aumento da satisfação na categoria de fornecedores de insumos produtivos.
COMUNIDADES FORNECEDORAS	Qualidade das relações	Divulgar os princípios de relacionamento para as comunidades fornecedoras.	META PARCIALMENTE ATINGIDA - Os princípios integram a política de uso sustentável da biodiversidade, que foi divulgada internamente. A divulgação da política e dos princípios de relacionamento também ocorreu informalmente, em visitas realizadas em algumas comunidades. A apresentação formal vai ocorrer em 2010.
	Biodiversidade	Dar início à implementação de planos de desenvolvimento local em três comunidades em 2009.	META ATINGIDA - Os planos estão sendo implementados nas comunidades Irapuru, Turvo e Reça.
COMUNIDADE DO ENTORNO	Qualidade das Relações	Divulgar os princípios de relacionamento para as comunidades do entorno.	META ATINGIDA - Os princípios de relacionamento foram discutidos e aprovados em dois painéis de stakeholders voltados para esse público.
MEIO AMBIENTE	Cases de Efeito Estufa (GEE)	Reduzir 3% das emissões relativas de gases do efeito estufa.	META ATINGIDA - Conseguimos superar a meta de redução de 3% para 2009 e contabilizamos queda de 5,2% em nossas emissões relativas de GEE ou seja, quilos de CO2e (dóxido de carbono equivalente) por quilo de produto faturado.
	Biodiversidade	Incluir mais dois ativos na fase II do processo de certificação.	META ATINGIDA - Foram incluídos oito novos ativos. No acumulado de ativos certificados deve ser observada a exclusão de três ativos anteriormente mencionados como certificados, em virtude da descontinuidade dos produtos que utilizavam essas matérias-primas e a troca de área fornecedora.
	Impacto dos produtos	Aumentar para 79% o total de material de origem renovável vegetal nos produtos.	META ATINGIDA - Alcançamos 79,2%, o melhor índice obtido pela Natura. O desempenho deve-se ao aumento nas vendas de produtos que utilizam quantidade maior de matérias-primas vegetais em sua composição.
		Atingir 19% na venda de refil sobre itens faturados no Brasil.	META NÃO ATINGIDA - Atingimos 18,4%. Continuamos comprometidos com a educação e sensibilização para a venda de refil, apesar da redução das promoções destes itens para equalizar o esforço promocional, estratégia utilizada desde 2008.
Resíduos			
Água			

ANEXO G – MATRIZ DE INVESTIMENTOS DA NATURA S/A

Matriz de Investimento Natura S/A (R\$ milhares)					
	2005	2006	2007	2008	2009
Investimentos Totais	241.370	260.927	328.420	337.863	412.763
Tecnologia, distribuição e aumento cap. oper.	111.600	87.800	107.150	102.700	140.600
Inovação	67.100	88.000	108.400	103.000	105.000
Marketing	45.056	56.320	70.400	88.000	116.000
Despesas de Gestão	2.560	5.800	9.592	7.148	4.046
Investimentos em Resp. Socioambiental	15.055	23.007	32.878	37.014	47.117
Colaboradores, familiares e terceiros	8.232	11.638	19.084	18.729	17.251
Consultoras e consultores	214	1.388	1.801	2.567	3.563
Consumidores	194	380	468	271	480
Fornecedores	159	130	232	213	244
Comunidades fornecedoras	896	1.142	1.993	647	1.425
Comunidade do entorno	428	434	392	343	408
Sociedade	3.821	7.454	7.059	8.777	15.672
Meio ambiente	1.112	443	1.849	5.467	8.074