

A mensuração como mecanismo de enfrentamento à assimetria informacional e de atratividade dos investimentos de impacto no Brasil

Measurement as a mechanism to address informational asymmetry and attractiveness of impact investments in Brazil

Caio César Alvares Loro Netto¹

Dirceu Brito Nusa Filho²

RESUMO:

O presente artigo tem como finalidade a demonstração da mensuração como forma de motivação em investimentos para aporte em empreendimentos por cujo objeto é a concepção e aplicação de soluções socioambientais. Respeitado o corte metodológico necessário para fazer-se conhecer o objeto, utilizou-se o método hipotético-dedutivo para se atingir, enquanto objetivo específico, o entendimento da parcela de importância e eficácia do estabelecimento de métricas junto ao destino do investimento de impacto, bem como a sua consequência positiva no sentido de sua atratividade, razões estas que justificam o presente estudo. A abordagem incluiu a distinção dos investimentos de impacto das outras iniciativas positivas, conforme se visualiza nas boas práticas ESG e na responsabilidade social corporativa, bem como as principais métricas de impacto, seu funcionamento e aplicação pelos gestores e investidores. Assim, por meio do exame da mensuração de impacto, a conclusão do presente estudo se direcionou para a hipótese de que cada mecanismo de estabelecimento de diretrizes para medição de resultados possuem vantagens e desvantagens, porém, a existência e aplicação dessas métricas tendem a serem mais eficazes para facilitação e segurança da análise por parte dos investidores, no sentido da geração de resultados pelos empreendimentos de impacto, o que viabiliza maior interesse no financiamento de iniciativas socioambientais efetivas e, ao mesmo tempo, lucrativas.

Palavras-chave: Mensuração de Impacto. Investimentos de Impacto. Brasil.

ABSTRACT:

The purpose of this article is to demonstrate measurement as a form of motivation for investments in projects whose objective is the conception and implementation of socio-environmental solutions. Respecting the necessary methodological framework to understand the subject matter, the hypothetical-deductive method was employed to achieve the specific objective of understanding the importance and effectiveness of establishing metrics in impact investment, as well as its positive consequences in terms of attractiveness. These reasons justify the present study. The approach included distinguishing impact investments from other positive initiatives, as seen in ESG best practices and corporate social responsibility, as well as the main impact metrics,

¹ Advogado. Doutorando em Direito das Relações Econômicas Internacionais (PUC-SP). Mestre em Direito Econômico Internacional (UNISANTOS). Pós-Graduado em Direito Empresarial (FGV-SP). Professor de Graduação e Pós-Graduação (UNINOVE). Membro da Comissão de Relações Internacionais da OAB/Santos. E-mail: caiocesarloro@gmail.com.

² Economista. Pós-Graduado em Gestão Empresarial (Cruzeiro do Sul). Graduado pela (PUC-SP). Gestor de fundos de investimento, Certificado CFP® (Certified Financial Planner) Planejar, CGA e CGE (Anbima). E-mail: dirceun@gmail.com.

their functioning, and their application by managers and investors. Thus, through the examination of impact measurement, the conclusion of this study is directed towards the hypothesis that each mechanism for establishing guidelines for measuring results has advantages and disadvantages. However, the existence and application of these metrics tend to be more effective in facilitating and securing analysis by investors, in terms of generating results through impact ventures, which enables greater interest in financing effective and, at the same time, profitable socio-environmental initiatives.

Keywords: Impact Measurement, Impact Investing, Brazil.

SUMÁRIO: INTRODUÇÃO; 1 DEFINIÇÃO DE INVESTIMENTOS DE IMPACTO; 2 MÉTRICAS DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO CENÁRIO GLOBAL; 2.1 IRIS+; 2.2 SROI – *Social Return On Investment*; 2.3 Medidas de Impacto em uma Visão Ampla – IWA; 3 DESENVOLVIMENTO DE MÉTRICAS PARA AFERIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO NA REALIDADE DO MERCADO FINANCEIRO NO BRASIL; 3.1 Questões ESG E *Valuation*; 3.2 Impacto como classe de investimento; 3.3 Estruturas de capital e exemplos de empreendimentos de impacto investidos; CONSIDERAÇÕES FINAIS; REFERÊNCIAS.

INTRODUÇÃO

Os agentes do mercado financeiro historicamente voltaram seus interesses exclusivamente para atividades econômicas que apresentam projeções de resultados aptos a promoção de aumento das margens de lucratividade.

Ocorre que, em meados dos anos 2000, os problemas socioambientais constatados em caráter global e acelerados pelas mudanças climáticas causadas pelo homem foram visualizados enquanto oportunidade de negócio, no sentido de construção de soluções por meio de atividades empresariais que possam oferecer retorno financeiro ao investidor e impacto positivo à sociedade e ao meio ambiente, conforme se exemplifica por um aporte de capital em uma atividade de geração e comercialização do fornecimento de energia renovável e sustentável para comunidades de difícil acesso, ou mesmo a conversação ambiental convertida em créditos de carbono, dentre outros.

Entretanto, os investidores e gestores demandam elementos objetivos para tomada de decisão no sentido de aporte, manutenção ou desistência da continuidade do financiamento, especialmente nas atividades que visam impacto positivo, cuja resultado é medido pelo alcance de sua alteração positiva na resolução dos problemas socioambientais combatidos.

Assim, a problemática objeto desta análise é a assimetria informacional a que os investidores e gestores enfrentam, muitas vezes pela falta de medição do impacto causado pelo empreendimento investido, cuja hipótese de solução deste estudo se baseia na utilização de mecanismos de mensuração, como forma de fornecimento de facilitação e transparência ao investidor.

Tal estudo é relevante e se justifica pelo fato de que ainda se verifica como desafiadora tanto

a definição da atividade como de impacto, quanto a medição de seus resultados.

Desse modo, o objeto central da presente investigação se pauta na distinção dos investimentos de impacto das demais formas de movimentação de capital com iniciativas positivas, bem como no exame de ferramentas de mensuração de impacto, seu modo de funcionamento e vantagens para geração de atratividade junto ao investidor.

Nesse sentido, de modo específico, objetiva-se a análise da aplicação da eficácia das métricas de impacto, inclusive no sentido de constatação pelas vantagens competitivas desse modelo de negócio.

Ato contínuo, a presente abordagem tem como base metodológica o método hipotético-dedutivo, por meio de exame das ferramentas de mensuração de impacto e sua importância junto aos tomadores de decisão.

Nesse contexto, o primeiro tópico difere os investimentos de impacto das demais iniciativas sociais positivas, como o ESG e a responsabilidade social corporativa. Na sequência, são analisadas as iniciativas de medição de impacto, e, após, como são utilizadas pelos agentes financeiros, sua respectiva importância e eficácia para atratividade de aportes de capital, tendo por consequência maior possibilidade de escalonamento dos resultados objetos da operação socioambiental positiva.

1 DEFINIÇÃO DE INVESTIMENTO DE IMPACTO

Em um mercado de 1,164 trilhão de dólares globalmente³, ainda em amadurecimento, investimentos de impacto podem ser definidos como aqueles com objetivo e intencionalidade de geração de consequências positivas e mensuráveis nos meios sociais e ambientais como resultado direto de sua existência, e de forma aliada ao retorno financeiro⁴. Apesar de elevado em termos absolutos, no relativo o valor representa cerca de 1% do total de AuM (*Assets under Management*) administrados globalmente.⁵

Assim, a primeira constatação que contribui na definição e distinção em relação a outras modalidades de iniciativas de impacto socioambiental positivo é a intersecção com o retorno

³ Global Impact Investing Network (GIIN). *GIIN Sight 2022 - Sizing the Impact Investing Market*. Disponível em: <https://thegiin.org/assets/2022-Market%20Sizing%20Report-Final.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2023. P. 03.

⁴ GIIN. *What you need to know about impact investing*. Disponível em: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>. Acesso em: 20 mai. 2023.

⁵ PWC. *Asset and wealth management revolution: The power to shape the future*. Disponível em: https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/wealth-management-2-0-data-tool/pwc_awm_revolution_2020.pdf. Acesso em: 23 mai 2023. P. 05

financeiro, inclusive enquanto mecanismo de geração de maior atratividade e escalonamento dos resultados objetivados pelos destinos dos investimentos de impacto.

Entretanto, ainda reside dificuldade no universo de investidores e gestores de fundos de investimentos e até mesmo das empresas na distinção entre investimentos e respectivos empreendimentos de impacto em relação a outras organizações e financiamentos que também protagonizam ações positivas, como é o caso daqueles pautadas em boas práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*).

Criado em 2007 pela Fundação Rockefeller e outros filantropos, investidores, gestores financeiros e empreendedores sociais (hoje mais denominados empreendedores de impacto), os investimentos de impacto objetivam a contribuição socioambiental por sua atividade principal, devendo ser possível a mensuração de seus resultados, e que traga retorno financeiro ao investidor, construção conceitual esta oriunda do Global Impact Investing Network (GIIN), organização criada por esse grupo de fundadores para impulsionamento destes.⁶

Nesse sentido, ainda que os investimentos de impacto tenham por fundamento as boas práticas ESG, é possível que existam companhias com altas pontuações ESG, mas que não necessariamente tragam resultados socioambientais positivos com o objeto da sua operação. É o que se constata pela existência de cinco empresas produtoras de petróleo dentre as vinte mais bem pontuadas em ESG.⁷

Assim, por exemplo, a PepsiCo, fabricantes de refrigerantes, ainda que tenha alta pontuação ESG, tem por atividade principal a geração de produtos majoritariamente não saudáveis, ou seja, com impacto social negativo. Diferentemente, por exemplo, de um investimento em uma empresa de tecnologia e inovação que vende placas fotovoltaicas em condições de pagamento facilitadas à população cujo local é de difícil acesso, sendo seu impacto socioambiental positivo, qual seja, a disponibilidade de energia renovável e sustentável à comunidade que tinha por problema o fornecimento de energia elétrica.

Desse modo, a constatação é que um investimento de impacto terá fundamento nas boas práticas ESG, mas nem sempre um investimento ESG será, necessariamente, de impacto socioambiental positivo.

⁶ GIIN. *About*. Disponível em: <https://thegiin.org/about/>. Acesso em: 07 abr. 2023.

⁷ LIBES, Luni. *Impact Investing isn't ESG*. Disponível em: <https://impactentrepreneur.com/impact-investing-isnt-esg/>. Acesso em: 10 abr. 2023.

A responsabilidade social corporativa, por seu turno, também não tem identidade conceitual com os investimentos de impacto, de modo que, no primeiro, medidas positivas são implementadas, mas não compõem o objeto operacional da empresa, como é o caso de medidas de economia da impressão de papel em produtora de carvão, ao passo que, os segundos, por sua vez, tem operação e intencionalidade voltadas à solução de um problema socioambiental, o que se verifica, por exemplo, na implementação, em Corumbá/MS, do primeiro projeto para créditos de carbono do Brasil, através da concessão de 125 mil hectares do Pantanal para preservação por parte de instituição privada.⁸

Entretanto, os investimentos de impacto demandam a necessária mensuração do alcance dos seus resultados. Do contrário, a assimetria informacional dos investidores e empreendedores afasta a atratividade desse modelo de negócio, situação que deve enfrentada através das devidas métricas.

2 MÉTRICAS DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO CENÁRIO GLOBAL

Como forma de crescimento do potencial de captação e direcionamento de recursos para empreendimentos de impacto, a criação e evolução de diversos mecanismos deve ocorrer, gerando interesse de organizações, gestoras e investidores. Mecanismos normativos e regulatórios, melhora no conhecimento e na percepção dos investidores sobre resultados de impacto e financeiros estão entre eles.

Entretanto, é essencial que métricas de mensuração de impacto sejam utilizadas e difundidas dentro da indústria, de modo a trazer, dentre outros benefícios, (i) maior padronização e precisão às informações (ii) maior facilidade e consequente segurança e agilidade na tomada de decisão para gestores, organizações e investidores acerca do tema e (iii) aumento da possibilidade de impulsionamento, escalabilidade e alcance socioambiental, inclusive por meio do aprimoramento de incentivos de ordem normativa e institucional.

2.1 IRIS+

Nesse cenário, foi criado o *Global Impact Investing Network* (GIIN), uma organização que visa a facilitação da troca de informações através de iniciativas educacionais e de pesquisa, da criação

⁸ G1. **1º projeto de créditos de carbono e colocado em prática no Pantanal.** Disponível em: <https://g1-globo.com.cdn.ampproject.org/c/s/g1.globo.com/google/amp/ms/mato-grosso-do-sul/noticia/2023/05/30/1o-projeto-de-creditos-de-carbono-e-colocado-em-pratica-no-pantanal.ghtml>. Acesso em: 20 mai. 2023.

de evidências estatísticas, desenvolvimento de atividades e criação de infraestrutura que auxilie na aceleração da indústria de investimentos de impacto.⁹ Dentre as atividades do GIIN, está o desenvolvimento de ferramentas que colaborem na mensuração dentro dos princípios do IMM (*Impact Measurement & Management*)¹⁰ que são os seguintes: “1 – Definir objetivos e expectativas; 2 – Definir estratégias; 3 – Selecionar métricas e estabelecer metas; 4 – Gerenciar performance de impacto.”

A partir da necessidade de seleção de métricas e gerenciamento de performance (Objetivos 2 e 3 do IMM), foi criado o IRIS (com posterior transformação no IRIS+) sistema criado pelo GIIN e que visa a padronização de métricas de forma transparente e objetiva - para auxílio no processo de decisão e atribuição de performance dos investimentos de impacto – bem como destinação de maior clareza para efeito de otimização de recursos e consequente maximização do impacto nos investimentos selecionados.¹¹

O IRIS+ funciona baseado em cinco dimensões criadas a partir do IMP (*The Impact Project*), sendo este um fórum para construção de maior uniformização global na mensuração e gerenciamento de impacto socioambiental positivo. São elas, sinteticamente: o que (entender os resultados com os quais a companhia está contribuindo e o quão importantes estes são para as partes interessadas), quem (entender quais partes interessadas estão sofrendo os efeitos e o quão carentes eram antes dos efeitos da empreitada), quanto (entender quantos stakeholders foram afetados, em que grau e por quanto tempo sofreram os efeitos), contribuição (avaliar se os esforços de empreendimentos e/ou investidores colaboraram para um resultado diverso daquele que seria encontrado sem que a iniciativa fosse tomada) e risco (avaliar a probabilidade do impacto ser diferente do esperado).¹²

A partir destas dimensões, um conjunto amplo de métricas mais detalhadas e objetivas foram criadas para suporte no processo de IMM. Atualmente, são 736 métricas divididas em 17 categorias¹³, tais como Agricultura, Clima, Diversidade e inclusão e Serviços Financeiros. Porém, o processo é contínuo, alterações e/ou incrementos continuarão acontecendo. Vale ressaltar ainda, que a grande

⁹ IRIS+. *About*. Disponível em: <https://iris.thegiin.org/about/>. Acesso em: 07 mai. 2023.

¹⁰ GIIN. *Impact Measurement & Management*. Disponível em: <https://thegiin.org/imm/>. Acesso em: 07 mai. 2023.

¹¹ Ibid.

¹² “What is the goal? Who is affected? How much change is happening? What is the contribution? What is the impact risk?” Tradução livre: Qual é o objetivo? Que afetado? Quanta mudança está acontecendo? Qual é a contribuição? Qual é o risco do impacto? McCARTHY, Kelly, et. al. *Using Iris+ for Decision-Making*. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/2019-02-25_IRIS-HT-Decision%20Making-R17.pdf. Acesso em: 10 mai. 2023. P. 02.

¹³ GIIN. *Iris + Taxonomy*. Disponível em: <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris/IRIS-Taxonomy-5.3-June-2022-1.zip>. Acesso em: 11 mai. 2023.

maioria das métricas tem maior utilidade na mensuração das dimensões “O que”; “Quem” e “Quanto”, havendo ainda necessidade de melhorias no que toca as demais dimensões.¹⁴

Cada empreendimento detém suas particularidades e usará os parâmetros adequados ao objetivo e realidade de cada projeto, tendo seu início com a definição das métricas-chave – aquelas principais para observação e mensuração dos impactos, de modo que estas devem ser claras, objetivas e, principalmente, comuns, como forma de medição das possibilidades e posteriormente realizações frente aos impactos buscados.

Ademais, além de trazer especificidade, categorização e detalhamento às métricas de cada investimento, o sistema traz, para cada uma das métricas, diversas classificações como: área a que se refere; forma de apresentação do resultado (de que forma, se numericamente ou somente em texto); se a variável analisada se apresenta na forma de fluxo ou estoque e ainda para quais dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU) e seus subitens¹⁵ pode trazer melhorias e resultados.

Desse modo, a partir das métricas selecionadas, o referido sistema possibilita a comparação do investimento com outros de mesma natureza, que têm objetivos em comum e que atendem os mesmos ODSs. Por exemplo, caso a iniciativa trate de energia renovável, investidores irão selecionar métricas ligadas ao ramo de “Energia” como quantidade de energia gerada por novas fontes no período e número de horas de energia disponibilizadas durante o período analisado para abastecimento de residências em localidades de difícil acesso para distribuição e transmissão de energia. Assim, através do acesso a métricas quantitativas e qualitativas, é possível a mensuração de impacto positivo em relação aos ODS 7 (Acesso à energia limpa) e 13 (Ação Climática). Há, portanto, grande nível de detalhamento alcançado através do sistema, trazendo maior qualidade e acurácia na tomada de decisão e, especialmente, na mensuração de resultados.

O sistema tem como ponto forte grande amplitude e profundidade de métricas, por meio do detalhamento do impacto, maneira, período e alcance. Porém, apesar do ganho de qualidade e precisão na mensuração de resultados, há dificuldade de comparação de empreendimentos com diferentes áreas de impacto. Em especial, na fase de análise e planejamento dos investimentos, a utilização das métricas do IRIS/IRIS+ darão subsídios que podem não ser suficientes para tomada de decisão por parte dos gestores e investidores.

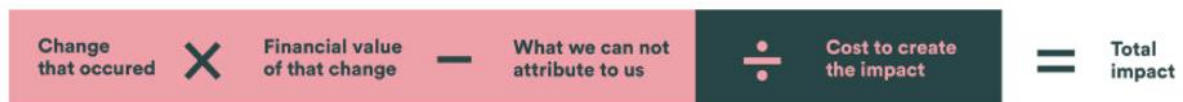
¹⁴ IRIS+. *IRIS+ and the five dimensions of impact*. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions_June-2020. Acesso em: 12 mai. 2023. P. 03.

¹⁵ UNITED NATIONS (UN). *The 17 Goals*. Disponível em: <https://sdgs.un.org/goals>. Acesso em: 11 mai. 2023.

2.2 SROI – *Social Return On Investment*

Existem diversas maneiras de mensurar o impacto de investimentos. A Lind Foundation, organização estruturante em investimentos de impacto com sede na Dinamarca¹⁶, possui uma abordagem diferente da anteriormente examinada. O método utilizado pela fundação, chamado SROI (*Social Return On Investment*) possui sete princípios¹⁷: 1 - Envolver as partes interessadas; 2 - Entender quais são as mudanças; 3 - Dar valor ao que interessa; 4 - Incluir apenas o que é significativo; 5 - Não superestimar resultados; 6 - Ser transparente e 7 - Verificar o resultado.

A partir destes princípios, o SROI se assemelha a uma métrica tradicional para avaliação de investimentos financeiros, o ROI (*Return On Investments*), cuja fórmula divide a subtração entre a receita gerada e custos do projeto, pelo investimento necessário para realizá-lo. Um conceito relativamente simples, mas que gera como resultado um número único, de fácil entendimento e comparação com outras opções. Da mesma forma do método tradicional, o método SROI mede os ganhos sociais alcançados gerando um número único, simples e comparável, utilizando a fórmula a seguir:



Fonte: Lind Foundation.¹⁸

Neste sistema, há comparação entre as mudanças (ou impacto), alcançadas com a receita gerada no projeto, reduzindo eventuais mudanças que ocorreriam sem o projeto, dividido pelo investimento necessário. Em suma, qual foi o resultado em impacto, resultado financeiro e quanto capital foi demandado.

¹⁶ LIND FOUNDATION. *About us*. Disponível em: <https://lindfoundation.com/about-us/>. Acesso em 12 mai. 2023.

¹⁷ 01: *Involve stakeholders*; 02: *Understand what changes*; 03: *Value the things that matter*; 04: *Only include what is material*; 05: *Do not over-claim*; 06: *Be transparente*; 07: *Verify the result*. Tradução livre: 1 - Envolver as partes interessadas; 2 - Entender quais são as mudanças; 3 - Dar valor ao que interessa; 4 - Incluir apenas o que é significativo; 5 - Não superestimar resultados; 6 - Ser transparente e 7 - Verificar o resultado. LIND FOUNDATION. *SROI*. Disponível em: <https://lindfoundation.com/sroi/>. Acesso em 12 mai. 2023.

¹⁸ LIND FOUNDATION. *Social Return on Investment - White Paper on Impact measurement*. Disponível em: https://lindfoundation.com/wp-content/uploads/2022/08/SROI-White-Paper_Lind-Foundation_EN_August-2022.pdf. Acesso em: 13 mai. 2023. P. 07.

Há diferenças substanciais entre o cálculo pelo método SROI e o sistema IRIS+. A principal delas se refere a quantificação da mudança alcançada. Não existe detalhamento de métricas para cada tipo de projeto. Há, sim, padronização do entendimento de impacto através do valor financeiro atribuído à mudança alcançada. Para isso, a Fundação Lind utiliza uma série de métodos, como: questionários, horas trabalhadas, análises financeiras, número de atividades entre outros.

A validade dos dados é, porém, um desafio ao modelo, como reconhecido pela própria fundação.¹⁹ Participantes entusiasmados com os resultados podem tender a superestimá-los, famílias de pessoas impactadas podem ser desconsideradas no cálculo e ajustes se fazem necessários visando melhor quantificação dos resultados. Após esse processo e através do cálculo demonstrado, é gerado um dado único, padronizado e comparável. Se, sob o ponto de vista da padronização, o SROI detém desvantagens em comparação ao IRIS+, seu ponto forte está na facilidade de comparação de diferentes projetos, em diferentes áreas.

A diversidade de métodos, fórmulas e componentes na metrificação de impacto de investimentos ajuda a evidenciar o desafio intrínseco da atividade. Diferentes projetos possuem grandes diferenças e particularidades que podem não se repetir em outro contexto ou momento no tempo. Da mesma forma que se pode analisar investimentos financeiros sob o aspecto de seu retorno em relação ao risco do produto, ou de sua rentabilidade em relação ao ativo livre de risco de uma economia, entre outros. A complexidade de ambas as metodologias examinadas possibilita diversas abordagens de pensamento, mas também evidenciam a importância da mensuração do impacto socioambiental esperado.

Assim, a existência de diversos métodos demonstra a possibilidade e importância do processo de mensuração de impacto na tomada de decisão e entendimento dos resultados dos investimentos.

¹⁹ Ibid. P. 09.

2.3 Medidas de Impacto em uma Visão Ampla – IWA

Outra abordagem chamada IWA (*Impact-Weighted Accounts*), em desenvolvimento pela Harvard Business School, trabalha com métricas de impacto por produto e que podem ser agregadas aos processos de análise pelos quais as empresas já passam, em especial, aquelas de capital aberto²⁰²¹:

No desenvolvimento de suas atividades, investidores e tomadores de decisão possuem um processo fortemente baseado em dados que são abundantes e públicos para as companhias de capital aberto. A partir dessas informações, entre elas, dados contábeis, projeções financeiras e de mercado, os agentes procedem com a necessária avaliação de valor, a perpetuidade, as oportunidades e riscos inerentes as atividades das companhias analisadas para, então, haver a concepção de uma conclusão de valor destas. Assim, está no cerne dessas atividades conhecer profundamente as empresas e negócios que executam, também no âmbito do produto ou serviço oferecido.

Da mesma forma, é de suma importância que os dados sejam apresentados de forma escalável e que permita a comparação entre companhias. É neste sentido que o modelo IWA concentra

²⁰ “Given that all companies have impacts on employees, customers and the natural environment, efforts to measure environmental and social impact are crucial. Effective resource management depends upon an accurate understanding of the current baseline and the anticipated path forward. These allow for benchmarking, quantification of under- or out-performance, and the possibility for course correction. Metrics also allow for allocation of resources in markets and the development of price signals. Furthermore, they allow for the design of contracts, such as compensation or lending contracts, which incentivize certain actions. For example, recent efforts include the incorporation of environmental and social metrics in both executive compensation plans and in bank loan contracts. Similarly, they can be included in the design of regulatory incentives, such as tax or subsidy incentives.” Tradução livre: Dado que todas as companhias possuem impactos em seus funcionários, consumidores e ao meio-ambiente, esforços para medir impactos ambientais e sociais são cruciais. Gestão efetiva de recursos depende do entendimento acurado da situação atual e previsão do caminho adiante. [...] Métricas também possibilitam alocação de recursos nos mercados e o desenvolvimento de sinais ao apreçamento. Ademais, possibilitam o desenho de contratos como os de compensação ou financiamento, o que incentiva certas ações. Por exemplo, esforços recentes incluem a incorporação de métricas ambientais e sociais tanto na remuneração de executivos e em contratos bancários de financiamento. De forma similar, podem ser incluídos no desenvolvimento de incentivos regulatórios como impostos ou subsídios. TRINH, Katie; SERAFEIM, George. *A Framework for Product Impact-Weighted Accounts*. Disponível em: <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Documents/Preliminary-Framework-for-Product-Impact-Weighted-Accounts.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2023. P. 02.

²¹ “Moreover, while significant progress has been made in the development of environmental and social metrics, these are not embedded in a financial statements’ framework enabling managers and investors to understand trade-offs and relative performance evaluation that considers impact along with risk and return. Monetization based on available data translates impact into a language that is familiar to decision-makers. For this to happen impacts need to be measured and monetized based on available data. Creating impact-weighted financial accounts is a scalable solution for the incorporation of impact in business decision-making.” Tradução livre: Enquanto progresso significativo tem sido feito no desenvolvimento de métricas ambientais e sociais, estas não constam no escopo de relatórios financeiros, habilitando gestores e investidores entenderem os trade-offs e performance relativa em uma avaliação que considera impactos junto a risco e retorno. Avaliação das informações em bases monetárias traduz impacto em uma linguagem familiar aos tomadores de decisão. Para que isso ocorra, impactos tem de ser medidos e monetizados com base em informações disponíveis. Criando contabilidade ponderada pelo impacto em uma solução escalável para incorporação do impacto na tomada de decisão de negócios. Ibid. P. 03.

esforços. A partir de cinco princípios, o objetivo é a criação de uma estrutura de análise para empresas e produtos:

- Alcance– Pessoas alcançadas pelo produto;
- Acesso – Facilidade de acesso a ele;
- Qualidade– Qualidade medida por segurança, efetividade e qualidade inerente ao produto;
- Opcionalidade - O quão abundantes são as informações sobre e o quão livres estão os clientes para tomada de decisão de compra; Impacto ambiental (efeitos do produto/negócio na natureza);
- Reciclabilidade – Quão reciclável é, após o fim de seu ciclo de uso.²²

Ressalta-se que, nesse processo de decisão de investimentos, a comparação entre empresas de mesmo setor é de grande relevância. Se, por exemplo, uma empresa cria uma tecnologia, a melhora na percepção de perpetuidade dessa companhia afeta a constatação de valor de suas concorrentes. Da mesma forma, a geração de melhores resultados e impacto socioambiental por uma empresa poderá ter vantagens negociais e maior perpetuidade que suas concorrentes. Sem a modelagem adequada, entretanto, os fatores de impacto passam despercebidos e não afetam a precificação das companhias, fato que adverte a importância da mensuração do impacto esperado pela atividade.

Ademais, se a remuneração de executivos, incentivos fiscais e no custo de capital passam a ser consequência também de fatores de impacto, cresce a importância destes nos resultados das companhias e o incentivo econômico para que melhores práticas neste sentido sejam adotadas.

O princípio de levar fatores diversos aos tradicionais para análise financeira já faz parte dos mercados de empresas abertas. Assim, em diversas localidades existem índices e guias de melhores práticas para tratar da divulgação de fatores ESG (Ambiental, Social e Governança). Existe, por exemplo, o Índice Brasil ESG²³ da B3, a bolsa de valores brasileira. O índice acompanha empresas que atendem a metodologia desenvolvida pela S&P com pontuações de fatores e filtros negativos.²⁴

Ato contínuo, a NYSE (*New York Stock Exchange*), bolsa de valores de Nova York também possui um guia de melhores práticas para reportar dados ESG. Neste guia, são elencados diferentes meios de investimento sustentável, entre eles o investimento de impacto que é definido como: “*O desejo de alcançar impacto social e ambiental positivo em adição ao retorno financeiro*” (em tradução livre).²⁵

²² Ibid. P. 40.

²³ B3. *Índice Brasil ESG*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-em-parceria-s-p-dowjones/indice-brasil-esg.htm. Acesso em: 17 mai. 2023.

²⁴ B3. *S&P/B3 Brazil ESG Index*. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-b3-brazil-esg-index/#overview>. Acesso em: 17 mai. 2023.

²⁵ NYSE. *New York Stock Exchange ESG Guidance: Best Practices for Sustainability Reporting*. Disponível em: <https://www.nyse.com/esg-guidance>. Acesso em: 17 mai. 2023.

Destaca-se na mencionada definição a adição dos impactos a retornos financeiros, o que explicita que o investimento de impacto pode ser aliado do lucro e da competitividade. A visão de agregar métricas de impacto a relatórios e estudos de empresas de todos os setores corrobora com essa visão. A existência, divulgação e crescimento de métricas ESG e de impacto mostram a crescente relevância dos temas para investidores, clientes, companhias e para sociedade, em uma visão mais ampla.

Desse modo, a busca por atividades lucrativas e de impacto positivo direcionam a avanços econômicos, ambientais e sociais com poder transformacional, mecanismo empresarial este que vem em uma crescente de aplicação no Brasil, mas que deve vir acompanhado da devida mensuração, para efeito de afastamento da assimetria informacional dos investidores e gestores, e consequente crescimento dos interesses destes na oferta de financiamento.

3 DESENVOLVIMENTO DE MÉTRICAS PARA AFERIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO NA REALIDADE DO MERCADO FINANCEIRO NO BRASIL

A Pipe Social, plataforma que visa conectar empreendedores e potencializadores de investimento de impacto no Brasil efetuou em 2020 uma pesquisa com agentes do mercado de impacto, visando entender melhor quem são e como trabalham no Brasil. A metodologia de pesquisa é desenvolvida da seguinte forma²⁶: pesquisa de dados secundários no Brasil e no mundo; Workshop com patrocinadores e parceiros de estudo, outras organizações e especialistas do setor para reflexões do campo qualitativo (em diferentes momentos); escuta qualitativa com investidores; escuta qualitativa com empreendedores; piloto dos indicadores com empreendedores; análise e redação do relatório final. Desta forma, traça-se o perfil de tomadores de decisão, objetivos e outras características que se referem ao investimento de impacto no cenário nacional.

No que toca aos meios de mensuração, a pesquisa conclui que quase a totalidade dos investidores neste universo adotam algum tipo de mensuração de impacto e quase metade utiliza métodos alinhados ao IRIS. Mesmo os aproximadamente 1% que não utilizam nenhuma métrica, planejavam fazê-lo.²⁷

²⁶ PIPE.SOCIAL. *Scoring de Investimentos de Impacto: Entendendo a Jornada de Seleção e Negócios e os ritérios praticados no Mercado Brasileiro*. Disponível em: https://pipelabo.com/wp-content/uploads/2021/04/ScoringdeImpacto_Pipe.Social_2020.zip. Acesso em: 18 mai. 2023. P. 26-29.

²⁷ Ibid. P. 09.

A pesquisa divide 22 indicadores em três dimensões de avaliação: empreendedores e equipe; negócio e impacto, para criação de um sistema de *scoring* para os negócios. O sistema criado pela plataforma expande o universo de análise para as pessoas envolvidas no processo, suas características educacionais e negócios; avalia a capacidade do negócio de geração de resultados financeiros; governança, potencial de escala e pontos de saída para investidores. Traz também indicadores ligados a relevância do impacto gerado e sua medição.²⁸

Considerando resultados da pesquisa, de um universo de investidores experientes, com uma considerável parcela já seguindo padrões internacionais de mensuração, em especial alinhados ao IRIS, o modelo proposto visa a condensação de informações e facilitação do acesso de mais investidores e empreendedores a um sistema comum.

Outro ponto relevante está na conexão entre meios de captação de recursos e o tipo de negócio alvo do investimento. Através desta conexão, também pode-se entender os veículos para investimento de impacto, a estrutura pelas quais os investidores, que possuem o capital, acessam negócios de impacto dentro e fora do Brasil.

3.1 Questões ESG E *Valuation*

Os fatores ESG não necessariamente levam a investimentos de impacto. Porém, existe relação entre estes fatores e aqueles utilizados para métricas de impacto. Além disso, a análise de questões ESG ajuda a entender o potencial de métricas de impacto em investimentos não diretamente desenhados para tal.

Um estudo de 2019 do MSCI analisa em detalhes os canais de transmissão dos fatores ESG para performance financeira das empresas.²⁹ Alguns aspectos da pesquisa fornecem auxílio para o entendimento da importância da presença de fatores ESG na análise das empresas; da influência destes fatores sobre geração de caixa, risco e *valuation*. As informações apresentadas vão ao encontro das conclusões do estudo e foram condensadas para um entendimento geral dos resultados alcançados.

²⁸ Ibid. P. 127.

²⁹ GUIDO, Giese, et. al. *Foundations os EG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*. The Journal of Portfolio Management. Vol. 45. N. 5. Disponível em: <https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2021/11/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf>. Acesso em: 19 mai. 2023.

Sob o ponto de vista da geração de caixa: através de melhor uso do capital humano, utilização mais eficiente de recursos e inovações em gestão, empresas geram vantagens competitivas em relação às suas concorrentes, culminando em melhores margens e geração de caixa.

No aspecto do risco, através de uma melhor governança, gestão de riscos e *compliance*, as empresas estão menos expostas a riscos de cauda (eventos pouco prováveis, porém de grande potencial de dano).

Na ótica do *valuation*, empresas com fortes fatores ESG, por possuírem as características já mencionadas, são mais atraentes a investidores, tem menor custo de capital e maior capacidade de distribuir dividendos. Utilizando exemplos de métricas ESG, mais difundidas e de grande visibilidade no mercado, fica mais clara a visualização da importância da implementação destas para empresas e projetos com e sem objetivos diretos de impacto.

3.2 Impacto como classe de investimento

As informações a seguir vêm de uma pesquisa com dados consolidados de 2018 do GIIN denominada *The Financial Performance of Impact Investing Through Private Debt*³⁰, contendo um total de 92 fundos de investimento de impacto chamados PDIFs (*Private Debt Impact Funds*), estruturas com possibilidade de mecanismos de dívida e de participação direta nas empresas, com AuM (*Assets Under Management*) em torno de USD 17 bi. Do total citado, a comparação que segue cobre os fundos operados apenas em dólar (para evitar distorções cambiais no resultado) e representam aproximadamente 25% do AuM total:

³⁰ GIIN. *The Financial Performance of Impact Investing Through Private Debt*. Disponível em: https://thegiin.org/assets/Financial%20Performance%20of%20Impact%20Investing%20through%20Private%20Debt_web_March%202018.pdf. Acesso em: 20 mai. 2023.

Table 5: Returns, Volatility, and Correlation by Asset Class (2012-2017)¹⁴

	Private Debt Impact Investing (USD classes only)	Microfinance Private Debt	Developed Markets Bonds	Emerging Markets Bonds	World Stocks	US Stocks	Alternatives	Cash
Return	2.72%	2.79%	3.23%	6.08%	12.33%	15.09%	2.35%	0.55%
Ann. Volatility	0.42%	0.45%	2.96%	6.63%	10.33%	9.59%	3.34%	0.11%
Risk-free Rate	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
Sharpe Ratio	5.17	5.02	0.91	0.83	1.14	1.52	0.54	-

Correlation Table ¹⁵								
Private Debt Impact Investing (USD classes only)	1.00	0.29	0.51	0.67	-0.06	-0.17	0.06	0.75
Microfinance Private Debt		1.00	0.04	0.01	-0.07	-0.11	-0.18	-0.07
Developed Markets Bonds			1.00	0.38	-0.17	-0.18	-0.12	-0.09
Emerging Markets Bonds				1.00	0.56	0.43	0.43	0.06
World Stocks					1.00	0.95	0.85	0.07
US Stocks						1.00	0.82	0.04
Alternatives							1.00	0.14
Cash								1.00

Fonte: Symbiotics.³¹

Nesse sentido, a partir dos dados da tabela acima visualizada, é possível a percepção no sentido de que, a despeito de não serem a classe de investimentos com maior rentabilidade, a classe dos PDIFs traz o melhor retorno ajustado ao risco, explicitado através do índice de *sharpe* (quanto maior, melhor) e a menor volatilidade, com exceção de valor em caixa.

Ato contínuo, na matriz de correlação, percebe-se correlação baixa ou negativa na maioria dos casos, beneficiando a diversificação e redução de risco.

Em suma, os dados demonstram que os PDIFs trazem excelente relação de risco *versus* retorno e ajudam na diversificação quando combinados com outras classes de ativos. Ambas as métricas são de grande importância na formação de carteiras de investimentos de qualquer agente e ferramentas interessantes do ponto de vista de alocação de recursos e gestão de risco. Quando tratados com métricas tradicionais de investimentos, a classe se torna interessante mesmo sem que o impacto gerado seja levado diretamente em consideração.

³¹ SYMBIOTICS. *THE FINANCIAL PERFORMANCE OF IMPACT INVESTING THROUGH PRIVATE DEBT*. Disponível em: <https://symbioticsgroup.com/wp-content/uploads/2020/02/symbiotics-the-financial-performance-of-impact.pdf>. Acesso em: 28 mai. 2023. P. 14.

3.3 Estruturas de capital e exemplos de empreendimentos de impacto investidos

Usando o exemplo da Vox Capital, gestora de fundos brasileira especializada em investimentos de impacto, existem duas grandes formas de captação de recursos para financiamento de impacto.

O primeiro mecanismo é o Venture Capital (VC), ou seja, fundos de investimento que captam valores para serem investidos diretamente nas empresas, com usual participação na gestão e utilizando diversas rodadas de investimento de acordo com a necessidade de capital do empreendimento e maturidade do negócio.

A segunda forma de financiamento é por meio de fundos de crédito, que captam recursos e os utilizam para emprestar às empresas que atendam aos requisitos de impacto da gestora que os irão devolver na forma acertada em contrato.³² Esta solução funciona para empresas mais maduras, em ciclos mais avançados de negócio. Por outro lado, o fundo se assemelha a outros de crédito privado, fazendo com que o investimento de impacto atinja uma gama ampla de investidores, habituados a formas mais tradicionais de investimento, menos propensos ao risco intrínseco de uma estrutura de VC, além da necessidade de maior liquidez, ou uma mistura destes fatores.

O primeiro caso examinado vem através de um investimento da Vox Capital: a Celcoin é uma empresa que leva serviços financeiros a populações não bancarizadas, especialmente nos 43% dos municípios brasileiros que não possuem agências bancárias.³³ A empresa conecta essa população com microempreendedores, que, por sua vez, oferecem serviços como pagamento de contas e microcrédito. Os parceiros, mais de 39 mil atualmente, podem gerar renda extra trazendo nesse tipo de serviço um meio de faturamento e de expansão de clientes e as populações, num total de mais de 25 milhões de pessoas já atendidas, conseguem efetuar as transações sem a necessidade de se deslocar a outro município.³⁴

Nesse sentido, em 2021, a Celcoin faturou R\$ 64,6 mm, tendo havido 78% de crescimento em relação a 2020.³⁵ Nesse exemplo, a mensuração de impacto se alia a resultados financeiros, cujas

³² VOX CAPITAL. *Home*. Disponível em: <http://voxcapital.com.br>. Acesso em: 20 mai. 2023.

³³ VOX CAPITAL. **Relatório Vox 2021**. Disponível em: http://voxcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/05/Relatorio_VOX_2021_04_28-1.pdf. Acesso em: 20 mai. 2023. P. 32.

³⁴ *Ibid.* P. 33.

³⁵ CELCOIN. **Relatório Anual 2021 – Resultados Financeiros e Impacto Social**. Disponível em: <https://www.celcoin.com.br/wp-content/uploads/2022/08/ResultadosFinanceirosImpacto-2021.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023. P. 18.

métricas tornam o empreendimento *case* de sucesso do fundo, e o auxilia, assim, na captação de mais recursos, para novas rodadas de captação e outras iniciativas.

O segundo caso, da Deetken Capital, fundada em 2012 (então Adobe Capitals) com sede na Cidade do México, organiza fundos para investimento de impacto social e ambiental em diversas áreas.³⁶ Entre os projetos investidos, está um ligado a conversão de carros para a utilização de gás natural. Do lado ambiental, o combustível é 40% menos poluente e de outro apresenta maior eficiência econômica, o que trouxe para os motoristas uma economia de 55% nos custos de combustível. Através de parcerias, é feita a mensuração de impacto e o fundo busca retornos financeiros alinhados ao risco assumido. Em 2014, dois anos após o início do investimento as cotas foram vendidas a outra investidora após o projeto superar os resultados projetados para um horizonte maior de tempo.³⁷

A capacidade de geração de valor do projeto provocou considerável impacto, reduzindo em 136 toneladas a emissão de dióxido de carbono nesse período, nos 2500 veículos convertidos em dois anos, ante expectativa de conversão de 2200 em cinco anos. A união entre o retorno financeiro e os impactos gerados levaram a resultados além dos projetados inicialmente gerando interesse de outros investidores.³⁸

Em ambos os casos citados, a capacidade de mensuração da amplitude dos impactos é indispensável para o entendimento do sucesso ou fracasso de um empreendimento. Assim como para os investidores em geral é essencial entender se o retorno alcançado é condizente com o risco assumido, para o investidor de impacto é também necessário entender se o impacto alcançado corresponde ao esperado, aos riscos assumidos e a alternativas de empreendimentos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A problemática que envolve a assimetria informacional entre investidores de impacto e empreendimentos com esta finalidade tem por hipótese de melhoria o estabelecimento de métricas de resultados operacionais (soluções socioambientais), para efeito de manutenção e escalabilidade da atividade, melhoria do seu desempenho, e aumento do interesse dos investidores com o retorno financeiro esperado.

³⁶ GIIN. *ADOBE CAPITAL'S EXIT FROM NATGAS. REPORT: LASTING IMPACT: THE NEED FOR RESPONSIBLE EXITS*. Disponível em: <https://thegiin.org/adobe-capital-exit-from-natgas/>. Acesso em: 28 mai. 2023.

³⁷ Ibid.

³⁸ Ibid.

Nesse contexto, mediante aplicação de metodologia hipotético-dedutiva, foi possível a constatação no sentido de que existe mais de uma maneira de promoção de mensuração do impacto de investimentos com a finalidade de solução de problemas socioambientais, contendo diferentes abordagens, características, vantagens e desvantagens intrínsecas a cada modelo.

Nesse cenário, se apresenta o potencial destas métricas e o seu poder transformacional quando aliado a resultados financeiros sustentáveis e condizentes aos esperados pelo mercado, com utilização de ferramentas largamente adotadas para análises amplas de investimentos.

Desse modo, a redução de risco e a melhor integração de investimentos com o ambiente em que atuam trazem tanto a colaboração com a perpetuidade de empresas e negócios, como a melhora da percepção de valor dos empreendimentos de impacto.

Fica também evidente que investimentos de impacto, embora não busquem sempre retornos ajustados aos de mercado, podem fazê-lo. Assim, a redução de risco e a baixa correlação, quando analisados com outras classes de investimentos, trazem ainda maior visibilidade para a possibilidade de expansão deste tipo de investimento a um universo mais amplo e diverso de investidores.

A eficiente mensuração de impacto colabora também com a atividade de reguladores, com consequente benefício às empresas atuantes neste mercado e redução de custos de capital que catalisem investimentos deste tipo e elevem as já existentes vantagens competitivas, em um ciclo virtuoso e de grande potencial.

Ato contínuo, através dos exemplos reais examinados, percebe-se a importância da mensuração do impacto, a amplitude dos resultados gerados, com consequências benéficas a todos os agentes envolvidos e o potencial de geração de valor em empreendimentos do tipo.

A mensuração de impactos colabora com a criação de um ecossistema engajado, composto por reguladores, legisladores, gestores, investidores e empreendedores que possuem ferramentas que podem vir a incentivar, analisar, planejar e realizar investimentos, de forma a maximizar a efetividade e o retorno sobre os recursos direcionados para iniciativas com real propósito e capacidade de geração de impacto.

Sob dados, gestores são incentivados a direcionar recursos para projetos com efetividade nos impactos, investidores elevam seu interesse nas causas alcançadas e melhoram sua percepção dos resultados.

Com mais informações obtidas com a delimitação das métricas, legisladores e reguladores passam a ter maior fundamentação e mesmo interesse para a criação de mecanismos que facilitem os investimentos de impacto e melhorem seus retornos, consequência esta que, por sua vez, os farão

mais interessantes aos gestores, cuja atração tende a promoção de um ciclo virtuoso de valor compartilhado para a indústria de investimentos e para o uso transformacional dos recursos sob a ótica do desenvolvimento de uma sociedade mais justa e perene, não limitado a, mas aliado geração de resultados financeiros.

REFERÊNCIAS

B3. **Índice Brasil ESG.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-em-parceria-s-p-dowjones/indice-brasil-esg.htm. Acesso em: 17 mai. 2023.

B3. **S&P/B3 Brazil ESG Index.** Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-b3-brazil-esg-index/#overview>. Acesso em: 17 mai. 2023.

CELCOIN. **Relatório Anual 2021 – Resultados Financeiros e Impacto Social.** Disponível em: <https://www.celcoin.com.br/wp-content/uploads/2022/08/ResultadosFinanceirosImpacto-2021.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023. P. 18.

G1. **1º projeto de créditos de carbono e colocado em prática no Pantanal.** Disponível em: <https://g1-globo-com.cdn.ampproject.org/c/s/g1.globo.com/google/amp/ms/mato-grosso-do-sul/noticia/2023/05/30/1o-projeto-de-creditos-de-carbono-e-colocado-em-pratica-no-pantanal.ghtml>. Acesso em: 20 mai. 2023.

GIIN. **About.** Disponível em: <https://thegiin.org/about/>. Acesso em: 07 abr. 2023.

GIIN. **ADOBE CAPITAL'S EXIT FROM NATGAS. REPORT: LASTING IMPACT: THE NEED FOR RESPONSIBLE EXITS.** Disponível em: <https://thegiin.org/adobe-capital-exit-from-natgas/>. Acesso em: 28 mai. 2023.

IRIS+. **About.** Disponível em: <https://iris.thegiin.org/about/>. Acesso em: 07 mai. 2023.

GIIN. **Impact Measurement & Management.** Disponível em: <https://thegiin.org/imm/>. Acesso em: 07 mai. 2023.

McCARTHY, Kelly, et. al. **Using Iris+ for Decision-Making.** Disponível em: https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/2019-02-25_IRIS-HT-Decision%20Making-R17.pdf. Acesso em: 10 mai. 2023. P. 02.

GIIN. **Iris + Taxonomy.** Disponível em: <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris/IRIS-Taxonomy-5.3-June-2022-1.zip>. Acesso em: 11 mai. 2023.

GIIN. **What you need to know about impact investing.** Disponível em: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>. Acesso em: 20 mai. 2023.

GIIN. **The Financial Performance of Impact Investing Through Private Debt.** Disponível em: https://thegiin.org/assets/Financial%20Performance%20of%20Impact%20Investing%20through%20Private%20Debt_web_March%202018.pdf. Acesso em: 20 mai. 2023.

Global Impact Investing Network (GIIN). *GIIN Sight 2022 - Sizing the Impact Investing Market*. Disponível em: <https://thegiin.org/assets/2022-Market%20Sizing%20Report-Final.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2023. P. 03.

GUIDO, Giese, et. al. *Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*. The Journal of Portfolio Management. Vol. 45. N. 5. Disponível em: <https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2021/11/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf>. Acesso em: 19 mai. 2023.

IRIS+. *IRIS+ and the five dimensions of impact*. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions_June-2020. Acesso em: 12 mai. 2023. P. 03.

LIBES, Luni. *Impact Investing isn't ESG*. Disponível em: <https://impactentrepreneur.com/impact-investing-isnt-esg/>. Acesso em: 10 abr. 2023.

LIND FOUNDATION. *About us*. Disponível em: <https://lindfoundation.com/about-us/>. Acesso em 12 mai. 2023.

LIND FOUNDATION. *SROI*. Disponível em: <https://lindfoundation.com/sroi/>. Acesso em 12 mai. 2023.

LIND FOUNDATION. *Social Return on Investment - White Paper on Impact measurement*. Disponível em: https://lindfoundation.com/wp-content/uploads/2022/08/SROI-White-Paper_Lind-Foundation_EN_August-2022.pdf. Acesso em: 13 mai. 2023. P. 07.

NYSE. *New York Stock Exchange ESG Guidance: Best Practices for Sustainability Reporting*. Disponível em: <https://www.nyse.com/esg-guidance>. Acesso em: 17 mai. 2023.

PIPE.SOCIAL. *Scoring de Investimentos de Impacto: Entendendo a Jornada de Seleção e Negócios e os ritérios praticados no Mercado Brasileiro*. Disponível em: https://pipelabo.com/wp-content/uploads/2021/04/ScoringdeImpacto_Pipe.Social_2020.zip. Acesso em: 18 mai. 2023. P. 26-29.

PWC. *Asset and wealth management revolution: The power to shape the future*. Disponível em: https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/wealth-management-2-0-data-tool/pwc_awm_revolution_2020.pdf. Acesso em: 23 mai 2023. P. 05.

SYMBIOTICS. *THE FINANCIAL PERFORMANCE OF IMPACT INVESTING THROUGH PRIVATE DEBT*. Disponível em: <https://symbioticsgroup.com/wp-content/uploads/2020/02/symbiotics-the-financial-performance-of-impact.pdf>. Acesso em: 28 mai. 2023. P. 14.

TRINH, Katie; SERAFEIM, George. *A Framework for Product Impact-Weighted Accounts*. Disponível em: <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Documents/Preliminary-Framework-for-Product-Impact-Weighted-Accounts.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2023.

VOX CAPITAL. *Home*. Disponível em: <http://voxcapital.com.br>. Acesso em: 20 mai. 2023.

VOX CAPITAL. **Relatório Vox 2021**. Disponível em: http://voxcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/05/Relatorio_VOX_2021_04_28-1.pdf. Acesso em: 20 mai. 2023. P. 32.

UNITED NATIONS (UN). *The 17 Goals*. Disponível em: <https://sdgs.un.org/goals>. Acesso em: 11 mai. 2023.