

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE IMPACTO NA AMÉRICA LATINA: SELEÇÃO DE ATIVOS  
E MÉTRICAS PARA AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO**

**EDUARDO ALBIERI COELHO DA SILVA**

ealbieri@poli.ufrj.br

**CELSO FUNCIA LEMME**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

celso@coppead.ufrj.br

## **FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE IMPACTO NA AMÉRICA LATINA: SELEÇÃO DE ATIVOS E MÉTRICAS PARA AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO**

### **RESUMO**

O setor de investimento de impacto tem apresentado crescimento expressivo no mundo e na América Latina. A cada ano, novos investidores, fundos e negócios de impacto surgem, com objetivo de resolver problemas socioambientais de maneira sustentável. Esta pesquisa exploratória teve por objetivo mapear os fundos de investimentos de impacto que atuam na América Latina para entender os processos de seleção e monitoramento de ativos, a mensuração de impacto e o desempenho financeiro. Foi selecionada uma amostra de 80 fundos de investimentos de impacto que têm atuação no mercado latino americano e uma matriz de informações foi concebida. O resultado mostrou que o mercado carece de boas práticas e transparência na divulgação de informações. Processos como *due diligence*, divulgação de relatórios de impacto e histórico de retorno dos fundos não se mostraram acessíveis. Foram encontradas, no entanto, boas práticas que podem servir como referência para o desenvolvimento do setor. O mercado entende a importância de medir o impacto de seus investimentos, porém as métricas ainda são pouco esclarecedoras. Os temas com maior foco na América Latina foram acesso a serviços financeiros e acesso a serviços básicos.

**Palavras-chave:** América Latina; fundos de investimento de impacto; métricas socioambientais; seleção de ativos.

## **INVESTMENT IMPACT FUNDS IN LATIN AMERICA: ASSETS SELECTION AND PERFORMANCE METRICS**

### **ABSTRACT**

The impact investing sector has shown a significant growth in the world and in Latin America. Each year, new investors, funds and impact businesses arise with the objective of solving socio-environmental problems in a sustainable manner. This exploratory research aimed to map the impact investment funds that operate in Latin America to understand the assets selection process, the impact and financial performance measurement and monitoring routine. We selected a sample of 80 impact investment funds, which operates in the Latin American market, and an information matrix was conceived. The result showed that the market is still incipient and lacks good practices and transparency. Processes such as due diligence, impact reports drafting and track record disclosure were not accessible. However, we find good practices that can serve as a benchmark for the development of the sector. The market understands the importance of measuring the impact of its investments, but the metrics are still not clear. The categories of access to financial services and access to basic services appeared to be the focus in Latin America.

**Keywords:** Latin America; impact investing funds; socio-environmental metrics; asset selection.

## 1) INTRODUÇÃO E OBJETIVO

Em meados do século 20, era senso comum que o governo tinha a principal responsabilidade de atender às necessidades sociais e ambientais, usando os tributos recolhidos da riqueza gerada pelas empresas privadas. Com o avanço do século 21, torna-se cada vez mais aceito e esperado que filantropos ricos, empresas, instituições de caridade e empreendedores sociais participem e até mesmo liderem iniciativas para resolver grandes problemas sociais, especialmente quando as soluções exigem inovação e empreendedorismo (BISHOP & GREEN, 2015).

Dentro desse contexto, surge o campo das Finanças Sociais e Negócios de Impacto, que visa a conciliar retorno financeiro e impacto social. A Força Tarefa Brasileira de Finanças Sociais, uma organização que acredita que modelos de negócio podem resolver problemas sociais, diz: “O campo das Finanças Sociais e Negócios de Impacto desenvolveu-se no mundo e no Brasil com o propósito de buscar novos recursos para financiar modelos de inovação que possam gerar mudanças positivas, com produtos e serviços, para a população de baixa renda. Como os recursos financeiros das fontes tradicionais, como governos, organismos internacionais, investimento social privado e filantropia, mostram-se insuficientes, as Finanças Sociais despontam como uma oportunidade para ampliar o capital disponível para financiar os Negócios de Impacto em saúde, educação e habitação, entre outras” (FORÇA TAREFA..., 2016).

Nesse setor de Finanças Sociais e Negócios de Impacto surge o conceito de investimento de impacto, que pode ser caracterizado como um modelo híbrido, que visa tanto o retorno financeiro quanto o impacto socioambiental. O termo investimento de impacto ou “*impact investing*” foi cunhado pela *Rockefeller Foundation* em 2007, em um encontro de líderes do setor. Segundo eles, investimento de impacto é “o processo de fazer investimentos que gerem valor social e ambiental, bem como retorno financeiro”.

A importância dos investimentos de impacto vem crescendo no mundo dos investimentos. Combs (2014) diz que o fato de organizações e instituições líderes terem assumido compromissos substanciais em investimento de impacto evidencia a importância do tema. Barki (2015) acompanha esse raciocínio, ao observar que a maioria das grandes empresas privadas conta com uma área de sustentabilidade ou uma fundação ou instituto com o propósito de gerar benefícios sociais e/ou ambientais.

A pesquisa realizada pela UN Global Compact (GLOBAL OPPORTUNITY..., 2015) evidencia as diferenças na forma como as oportunidades relacionadas à sustentabilidade são percebidas. Em uma escala de -10 a 10, em que acima de 5 é considerado como resposta positiva, 37% dos jovens abaixo dos 30 anos percebem como positivos os benefícios de perseguir oportunidades sustentáveis. Entre os adultos de 30 a 49 anos, essa taxa é de 34% e na população acima de 50 anos a taxa cai para 27%. Pode-se observar uma mudança de cultura, com possíveis influências no modo como as empresas devem estabelecer suas estratégias.

Barki (2015) diz que essa mudança de comportamento, em que o desempenho financeiro deixa de ser o principal objetivo das organizações e passa a ser um pilar fundamental para sua existência, não foi repentina. Estudo realizado pela Morgan Stanley com 800 investidores individuais, dentre eles 200 *Millennials* com idade entre 18 e 32 anos, concluiu que investidores da geração *Millennial* e investidores do sexo feminino têm maior predisposição em prezar a sustentabilidade em seus investimentos, sendo, aproximadamente, duas vezes mais propensos a investir em empresas ou fundos que visam objetivos sociais e ambientais (SUSTAINABLE SIGNALS: ..., 2015).

Outro nicho que se mostra interessado pelos investimentos sustentáveis é o de alta renda. Em 2016, a *U. S Trust* lançou o *U.S. Trust Insights on Wealth and Worth Survey* (U.S.

TRUST INSIGHTS..., 2016), sexto estudo anual sobre *Wealth and Worth*, realizado pela primeira vez em 2011. Dentre os resultados, podemos destacar que um dos valores fundamentais entre as pessoas e as famílias mais ricas é encontrar soluções para problemas difíceis do mundo, amparar os financeiramente menos favorecidos e contribuir para o crescimento da economia, ou seja, gerar um impacto positivo na sociedade. As doações para organizações de caridade e sem fins lucrativos é a principal forma que os ricos sentem que estão contribuindo socialmente (U.S. TRUST INSIGHTS..., 2016).

Investimento de impacto é um termo relativamente novo, usado para caracterizar investimentos feitos por meio de muitas classes de ativos, setores e regiões, sendo por isso um mercado difícil de mensurar. Como resultado, o tamanho do mercado ainda não foi totalmente quantificado. No entanto, os ativos totais levantados na pesquisa anual de investidores de impacto indicam que o mercado é substancial, com potencial significativo de crescimento (GLOBAL OPPORTUNITY..., 2015).

A pesquisa anual de investidores de impacto feita pela GIIN (ANNUAL..., 2016) estudou 158 organizações que investem em impacto, abrangendo diversas áreas geográficas, tipos de organização e filosofias distintas de retorno financeiro. Em 2016, os entrevistados planejaram aumentar o capital comprometido em 16% e o número de negócios em 55%. Entre 97 entrevistados que forneceram informações completas, tanto na pesquisa de 2014 quanto em 2015, o capital comprometido diminuiu ligeiramente (7%), enquanto o número de negócios concluídos aumentou em 2%.

Em relação à América Latina, estudo feito pela *Aspen Network of Development Entrepreneurs*, *LGT Venture Philanthropy*, *Quintessa Partners* e *University of St. Gallen* identificou 78 empresas que fizeram investimentos de impacto na região entre 1997 e 2016. Vinte e oito investidores de impacto com sede na América Latina gerenciavam, em 2016, US\$ 1,2 bilhão em ativos e trinta e uma empresas sediadas fora da América Latina que fizeram investimentos de impacto na região gerenciavam US\$ 7,2 bilhões em ativos, considerando alocações latino-americanas e outras regiões. As empresas que investem exclusivamente no México gerenciavam US\$ 392 milhões, no Brasil US\$ 189 milhões e na Colômbia US\$ 52 milhões em ativos (THE IMPACT INVESTING..., 2016). Até o final de 2013, entre os 20 investidores ativos no Brasil, 11 eram internacionais e 9 nacionais. Oito deles eram fundos fechados brasileiros e tinham aproximadamente US\$ 177 milhões de ativos sob gestão (MAPA DO SETOR..., 2014).

O objetivo desta pesquisa, de natureza exploratória, foi mapear os fundos de investimentos de impacto que atuam no mercado latino-americano, investigando os processos de seleção e monitoramento dos ativos e buscando identificar as métricas utilizadas para medir e reportar o desempenho socioambiental e financeiro. Uma vez que o conceito de investimento de impacto baseia-se na ideia de dar sustentação financeira a ações filantrópicas, a escolha da América Latina (AL) como área geográfica a ser estudada deveu-se ao fato de ser uma região em que as questões socioambientais são críticas.

Os próximos itens deste artigo estão organizados da seguinte forma: o segundo apresenta a revisão de literatura; o terceiro trata do método utilizado; o quarto analisa os resultados; e, por fim, o quinto expõe as conclusões.

## **2) REVISÃO DA LITERATURA**

Como já mencionado, o termo investimento de impacto ou “*impact investing*” surgiu em um encontro de líderes do setor de investimentos em 2007. Segundo a Rockefeller Foundation, investimento de impacto é “o processo de fazer investimentos que geram valor social e ambiental, bem como o retorno financeiro. Mais especificamente, envolve a

implementação de capital, com a intenção de criar ativamente impacto social ou ambiental positivo”. (UNLOCKING CAPITAL..., 2012).

De acordo com o Global Impact Investing Network (GIIN), investimentos de impacto são investimentos realizados em empresas, organizações e fundos com a intenção de gerar impacto social e ambiental simultaneamente ao retorno financeiro. Podem ser realizados tanto em mercados emergentes como nos desenvolvidos e obter retornos abaixo ou compatíveis com as taxas de mercado, dependendo das circunstâncias (GLOBAL IMPACT..., 2016). O GIIN é uma organização sem fins lucrativos dedicada a aumentar a escala e a eficácia do investimento de impacto. Para o GIIN, a prática de investimento de impacto pode ser definida por quatro características principais:

**INTENCIONALIDADE:** a intenção do investidor de realizar um impacto social ou ambiental positivo por meio do investimento é essencial;

**INVESTIMENTO COM EXPECTATIVAS DE RETORNO:** espera-se gerar um retorno financeiro sobre o capital ou, no mínimo, a recuperação do capital;

**VARIEDADE NAS EXPECTATIVAS DE RETORNO E NAS CLASSES DE ATIVOS:** as expectativas de retorno dos investimentos de impacto vão desde taxas abaixo do mercado (às vezes chamadas de taxas concessionárias) até taxas ajustadas ao risco e podem ser aplicadas em todas as classes de ativos;

**MENSURAÇÃO DO IMPACTO:** compromisso do investidor para medir e relatar o desempenho social e ambiental e a evolução dos investimentos correntes.

Para a US Trust (U.S. TRUST INSIGHTS..., 2016), o significado de "investimento de impacto" está passando por uma mudança. Esse termo pode ser usado de maneira genérica, para descrever uma série de estratégias de investimento focadas no aspecto social, como também pode se referir a uma estratégia de investimento específico. No sentido geral, ele refere-se a estratégias que buscam mudanças social, econômica ou ambiental positivas.

Segundo o World Economic Forum (FROM THE MARGINS..., 2013), investimento de impacto é uma abordagem de investimento que, intencionalmente, visa criar tanto retorno financeiro como impacto social ou ambiental positivo, medido de forma ativa. Eles defendem que investimento de impacto é uma abordagem de investimento, um critério pelo qual os investimentos são feitos em todas as classes de ativos, e não uma classe de ativos por si só.

Barki (2015) diz que negócios de impacto diferem das ONGs e das organizações da sociedade civil pelo fato de utilizarem mecanismos de mercado na busca de desempenho financeiro, não dependendo de doações ou outro tipo de apoio para sobreviver. Da mesma forma, diferem da visão de responsabilidade empresarial na medida em que o impacto social é o motivador da empresa e não uma externalidade positiva ou uma ação não atrelada ao foco do negócio. A razão primeira da existência de um negócio de impacto é seu impacto social. Neste sentido, os negócios de impacto surgem como um conceito novo: são organizações híbridas, que possuem tanto objetivo social quanto financeiro em seu escopo (BARKI, 2015). Com a mesma ideia, Mair & Martí (2006) dizem que no modelo de negócios tradicional o foco está voltado à criação de valor econômico para os acionistas. Já nos negócios com impacto social, a criação de valor econômico é vista apenas como uma condição necessária para assegurar a viabilidade financeira, tendo como finalidade principal a geração de valor social.

A Força de Tarefa de Finanças Sociais define negócios de impacto como: “Empreendimentos que têm a missão explícita de gerar impacto socioambiental ao mesmo tempo em que geram resultado financeiro positivo e de forma sustentável” (FORÇA TAREFA..., 2016) e apresenta quatro princípios que diferenciam os negócios de impacto das organizações não governamentais (ONGs) ou dos negócios tradicionais: 1- propósito de gerar impacto socioambiental positivo explícito na missão; 2- mensuram e avaliam seu impacto

periodicamente; 3- lógica econômica que permite gerar receita própria; 4- governança que leva em consideração os interesses de investidores, clientes e a comunidade (FORÇA TAREFA..., 2016).

Em relação às classes de ativos utilizadas, o estudo feito na América Latina (THE IMPACT INVESTING..., 2016) mostra que 68% dos entrevistados relataram usar mais de um instrumento para fazer investimentos, sendo *equity* o mais comum (71%) seguido de instrumentos de dívida (64%) e, em seguida, *quasi-equity* (46%).

Em relação à sofisticação das práticas de medição de impacto, dos 125 investidores de impacto entrevistados em uma pesquisa do JP Morgan, 98% acreditam que a medição de impacto é pelo menos um pouco importante para o desenvolvimento da indústria de investimento de impacto. Desses, 27% acreditam ser muito importante, 44% acham importante, 27% pouco importante e somente 2% não veem nenhuma importância em medir os impactos. Os entrevistados também relataram alocar 15% do seu tempo na medição de impacto, contra 10% registrados no ano anterior (MARKET..., 2014).

No estudo feito na América Latina (THE IMPACT INVESTING..., 2016), 85% dos entrevistados disseram que mediam o impacto. Em relação os padrões de métricas utilizados, a maioria (65%) utilizava padrões diferentes dos especificados na pesquisa, descritos como um conjunto de métricas próprias ou uma estrutura interna de impacto. Os entrevistados podiam selecionar mais de um padrão para medir o impacto. O IRIS (46%) foi o mais comum no conjunto de entrevistados, seguido pelo GIIRS (39%) e o PPI (7%). Entre os investidores sediados na América Latina, o GIIRS era mais comumente selecionado do que o IRIS.

No Brasil, dos entrevistados em 2016, 89% disseram que medem o impacto social e ambiental, embora muitos ainda enfrentassem desafios em encontrar métodos de medição adequados. Isso indica uma preocupação crescente com a aferição do impacto, em comparação com os 75% que relataram dificuldade em medir o impacto em 2014 (THE IMPACT INVESTING..., 2016).

O IRIS é um catálogo de métricas de desempenho geralmente aceito entre os principais investidores de impacto, que o utilizam para medir o progresso social, ambiental e financeiro de uma organização. O catálogo inclui métricas quantitativas, que ajudam a medir várias dimensões de desempenho financeiro, ambiental e social das organizações e métricas qualitativas, que ajudam a colocar o desempenho das organizações em contexto. Não há uma combinação única de métricas que seja melhor para todos e é por isso que o IRIS é concebido como um catálogo, para que se possa escolher as métricas mais adequadas de acordo com as atividades da empresa (IMPACT REPORTING AND INVESTMENT STANDARDS, 2016).

Outra iniciativa que tem o intuito de desenvolver as métricas de impacto é o Global Impact Investing Rating System (GIIRS). Enquanto o IRIS é um conjunto de métricas padronizadas para descrever o desempenho social, ambiental e financeiro, o GIIRS classifica esse desempenho. O GIIRS é um sistema abrangente e transparente para a avaliação do impacto social e ambiental de empresas para mercados desenvolvidos, emergentes e fundos. Seu sistema possui uma abordagem de classificações e análises análoga a rankings de investimento como o Morningstar e o Capital IQ financial analytics (GIIRS, 2016).

Uma pesquisa realizada pela Cambridge Associates e a Global Impact Investing Network (INTRODUCING..., 2015) apresenta conclusões de uma análise abrangente do desempenho financeiro em investimento de impacto. O relatório avalia especificamente o desempenho das taxas de mercado dos fundos de investimento privados no âmbito de investimento de impacto e conclui que é possível atingir as taxas de retorno de mercado com investimentos de impacto. O estudo faz uma comparação entre fundos de investimento de impacto e outros tipos de fundos, dizendo que, apesar da percepção entre alguns investidores

que investir em impacto exige um retorno concessionário, o desempenho observado em alguns casos superou o do universo comparativo da pesquisa.

### 3) MÉTODO DE PESQUISA

O universo da pesquisa consistiu de todos os fundos de investimento de impacto que têm por objetivo investir no mercado latino-americano. A amostra dos fundos foi ancorada em duas bases de informações: a ImpactBase e a ImpactAssets50.

A primeira foi escolhida por ser gerenciada pelo GIIN. A ImpactBase é um banco de dados, on-line e gratuito, de fundos de investimento de impacto e produtos projetados para investidores. Em julho de 2009, a ImpactBase surgiu da reunião de investidores e parceiros associados ao GIIN, com o objetivo de discutir ineficiências no mercado de investimento de impacto. Na época, os membros dessa comunidade de investimentos tinham dificuldades em se conectar a fundos, investidores e consultores de mentalidade semelhante. Foi concebida uma ferramenta de pesquisa on-line, com o objetivo de conectar os membros da comunidade por meio de uma plataforma, que permitiria comunicação mais eficiente e desenvolvimento de uma rede de relacionamentos. (IMPACTBASE, 2016).

A ImpactBase lista fundos de diversas classes de ativos: *Venture Capital/Private Equity*, renda fixa, ativos reais e certos fundos que usam estratégias de *hedge*, mas não inclui fundos cujo objetivo primário seja a exposição a mercados de ações públicos. Para listar na ImpactBase, o GIIN requer a divulgação dos objetivos, medição e metas de impacto. Se o impacto social e ambiental não for central para a abordagem de investimento, a listagem no ImpactBase não é considerada adequada (IMPACTBASE, 2016).

Com objetivo de enriquecer a amostra, foi feita uma varredura no Google à procura de outras fontes que pudessem conter listas de fundos de investimento de impacto. Encontrou-se a ImpactAssets 50, uma lista de 50 gestores de fundos de investimento gerenciada pela ImpactAssets, organização independente ligada à Fundação Calvert (IMPACTASSETS, 2016). Fornecendo produtos de investimento de impacto e recursos educacionais, o ImpactAssets 50 permite que filantropos e investidores individuais se envolvam nesse campo de investimento. Trata-se de uma lista com 50 empresas de uma ampla gama de atividades de investimento de impacto em todas as áreas geográficas, setores e classes de ativos. Apesar de não extensa, essa lista oferece uma maneira fácil de identificar empresas de investimento de impacto experientes (IMPACTASSETS, 2016).

Escolhidas as bases de dados, foram selecionados somente os fundos de investimentos de impacto que atuavam na América Latina. Dos 407 fundos listados na ImpactBase, 79 atuavam na América Latina. Para complementar a amostra da pesquisa, foi decidido incorporar os fundos listados pelo ImpactAssets 50 de 2015. Contudo, como as gestoras listadas por vezes possuíam mais de uma iniciativa de impacto (exemplo: fundos filantrópicos, área de *advisory* e etc), os dados divulgados na base pertenciam à gestora e refletiam todas as suas iniciativas de forma consolidada, dificultando a diferenciação das informações dos fundos de investimento de impacto das outras iniciativas da gestora. Inicialmente foi feito um filtro de todas as gestoras e fundos listados na base, incorporando-se somente os fundos à amostra da pesquisa. O primeiro filtro resultou em 13 gestoras e fundos que atuam no mercado latino-americano, de um total de 51 listados. Destes, somente 2 eram fundos e um deles já constava na amostra, pois estava listado no ImpactBase.

As Tabelas 1 e 2 detalham a amostra, apresentando a quantidade de fundos que atuam na AL por regiões e países, respectivamente, de origem do capital.

Tabela 1: Nº de fundos que atuam na AL, por região de origem de capital.

Região	Nº de fundos
América do Norte	33
Europa	26
América Latina	20
Ásia	1
Total Geral	80

Observa-se que a maioria dos fundos de investimento de impacto que investem na América Latina tem origem concentrada na América do Norte e na Europa.

Tabela 2: Nº de fundos que atuam na AL por país de origem de capital.

País de Origem	Nº de fundos	País de Origem	Nº de fundos
Estados Unidos	30	Reino Unido	2
Luxemburgo	12	Argentina	1
Holanda	6	Bahamas	1
Ilhas Cayman	6	Brasil	1
México	6	Colômbia	1
Canadá	3	Costa Rica	1
Suíça	3	Índia	1
Alemanha	2	Nicarágua	1
Chile	2	Suécia	1

Há uma concentração de fundos sediados nos Estados Unidos enquanto nas outras regiões (Europa e América Latina) os fundos estão bem distribuídos entre os países. Apenas 1 fundo tem como origem o Brasil.

Todos os dados analisados nesta pesquisa foram de fontes secundárias, sendo retirados das bases de dados ImpactBase e ImpactAssets 50 e dos sites dos próprios fundos de investimento de impacto indicados nessas bases de dados. Informações e documentos que não estavam em inglês, francês, espanhol ou português não foram considerados.

Outra fonte de dados foi o site do IRIS. As gestoras dos fundos de investimento de impacto que utilizam o sistema de métricas do IRIS estão listadas no site do IRIS, onde podemos ver algumas informações, como uma pequena descrição da gestora, os setores-objetivos, o objetivo social e a lista de métricas IRIS usada pela gestora. Para os fundos que utilizam o padrão IRIS para medir desempenho foram consideradas as métricas listadas pela sua gestora no site de IRIS.

Para mapear os fundos de investimento de impacto constantes da amostra foram criadas duas matrizes de informações.

Na primeira, foram registrados dimensões e campos de informação de cada fundo, sendo as dimensões ancoradas na revisão de literatura. A segunda foi uma lista de métricas utilizadas pelos fundos, derivada dos campos referentes a métricas da primeira matriz. Enquanto na primeira matriz queremos observar se os fundos seguem categorias padronizadas de métricas, na segunda queremos especificar essas métricas. Dividiu-se entre três blocos: critérios de seleção de ativos; métricas de desempenho financeiro; e métricas e divulgação do desempenho socioambiental.



A matriz de métricas teve por finalidade listar as métricas socioambientais utilizadas pelos fundos de investimento de impacto. No caso do padrão IRIS, classificamos as métricas por setores. Foi utilizada a própria classificação do IRIS, que pode ser encontrada na taxonomia IRIS 4.0, lançada em março de 2016. Trata-se de um catálogo com 559 métricas de desempenho, com diversas classificações.

O tratamento dos dados se desenvolveu em duas etapas, uma quantitativa e outra qualitativa. Na primeira, foram feitas distribuições de frequências, seguidas de testes de hipóteses de proporções, com nível de significância de 5%. Os valores críticos foram obtidos diretamente da distribuição binomial e a função de probabilidade baseou-se no modelo clássico dessa distribuição (FREUND, 2004), conforme a equação 1:

$$P(x) = \frac{n!}{(n-x)!x!} p^x q^{n-x} \quad (\text{equação 1})$$

Os testes foram uni-caudais, considerando as seguintes hipóteses:

H<sub>0</sub>: p = 0

H<sub>1</sub>: p > 0

Em seguida, foram investigados destaques qualitativos, com base nos *sites* e relatórios de cada fundo. Esses destaques referem-se a conceitos e procedimentos quanto à mensuração, monitoramento e relato do impacto gerado, tendo como objetivo identificar as melhores práticas. Se a análise estatística ajuda a identificar convenções e padrões predominantes, os destaques qualitativos apontam práticas que podem inspirar e aperfeiçoar a indústria de investimento de impacto.

#### 4)ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta as frequências absolutas e relativas relacionadas aos critérios de seleção de ativos.

Tabela 3: Frequências absolutas e relativas associadas aos critérios de seleção de ativos

Campo	Frequência absoluta	Frequência relativa
Intencionalidade	68	85%
Múltiplas Classes de Ativos	36	45%
Temas de Impacto	80	100%
<i>Due Diligence</i>	32	40%
Opções de Saída	13	16%
Elaboração do relatório de Impacto	42	53%
Divulgação do relatório de Impacto	24	30%

Como esperado, grande parte dos fundos pesquisados enfatiza a intencionalidade. Esta característica faz parte da essência dos investimentos de impacto, funcionando como uma espécie de identidade do fundo. Os fundos que não apresentaram informações que evidenciassem a intencionalidade de seus investimentos por vezes mencionaram questões

socioambientais e enfoques sobre sustentabilidade, não mostrando, porém, relação forte entre retorno socioambiental e retorno financeiro.

Em linha com o esperado, todos os fundos mencionaram os temas de impacto. A diferença entre a discussão sobre o impacto e a intencionalidade é que a segunda está associada ao objetivo primário do investimento de aliar retorno socioambiental ao retorno financeiro. Em um investimento comum, o impacto pode ser tratado como uma externalidade positiva ou como um fator eliminatório na seleção dos ativos. Esses casos não são contemplados nos investimentos de impacto e pode-se presumir que, por ser uma indústria incipiente na América Latina, ainda não há uma definição clara de publicação e padronização de informações acerca desses fundos. Outra questão que pode surgir é a publicação do fundo não ser estruturada de forma adequada. Além disso, a gestão dos ativos pode não ter sido plenamente ajustada ao conceito de investimento de impacto.

Alguns aspectos da Tabela 3 chamam atenção pela baixa frequência. *Due diligence* e opções de saída são processos fundamentais e consolidados em negócios financeiros. Uma possível explicação para a pouca menção desses fatores pode ser a origem do setor de investimento de impacto, a filantropia. Tanto *due diligence* como opções de saída apresentam uma característica comum, que é aumentar a transparência dos negócios e mitigar riscos. Assim como no caso da intencionalidade, um fator que pode explicar a baixa incidência é a falta de padrão de comunicação e publicação dos processos de seleção de investimento de impacto. Em um investimento de impacto, é importante garantir que tanto os objetivos financeiros como os socioambientais estejam conforme o prospecto e o *due diligence* é um procedimento fundamental para garantir essa conformidade. As opções de saída têm influência direta na liquidez do investimento.

A última dimensão de análise dentro dos critérios de seleção de ativos foi o relatório de impacto. Metade dos fundos afirma elaborar um relatório, porém somente um terço divulga para o mercado. Uma possível razão para o baixo número de relatórios divulgados pode ser o fato de muitos fundos terem poucos grandes investidores, sejam grandes instituições ou famílias ricas, que podem não ter interesse na divulgação de um relatório sobre seus investimentos. Outro possível fator para essa falta de transparência pode ser a ausência de padronização para os relatórios nessa atividade.

A Tabela 4 relaciona os fundos com as classes dos ativos propriamente ditos.

Tabela 4: Frequência absoluta e relativa dos fundos que utilizam uma ou mais classes de ativos discriminados por classe

Classe de Ativo	Mono	Mono (%)	Multi	Multi (%)	Total	Total (%)
<i>Equity</i>	31	70%	30	83%	61	76%
Renda Fixa	13	30%	20	56%	33	41%
Ativos Reais	0	0	7	19%	7	9%
Total	44	100%	36	100%	80	100%

Menos da metade dos fundos utiliza mais de uma forma de investimento. As classes de ativos mais comuns são *equity* e renda fixa. A preferência por *equity* faz sentido, pois tem como principal característica a divisão do risco do negócio entre o investidor e o empreendedor, um aspecto que se adequa bem a negócios não estabilizados. A diversificação do risco parece ser interessante tanto para o investidor quanto para o empreendedor e estimula ambos a se empenharem em busca dos resultados financeiros e socioambientais. Por outro lado, a renda fixa tende a exigir históricos financeiros e garantias reais para a captação de recursos, o que não parece ser a realidade do setor.

Outro ponto que favorece a adoção dos investimentos em *equity* pode estar relacionado ao horizonte de investimento. A maioria das questões socioambientais não se baseia em soluções de curto prazo. Na prática, um desenvolvimento socioambiental consolidado atrelado a retornos financeiros necessita de investimentos de curto, médio e longo prazo, além de escalabilidade das soluções. Por isso, a viabilidade dos investimentos de impacto pode estar associada ao longo prazo dos investimentos. Essa característica também afeta a liquidez dos investimentos.

A Tabela 5 apresenta os temas de impacto abordados pelos fundos, divididos pelas categorias do ImpactBase.

Tabela 5: Frequências absolutas e relativas dos temas de impacto, de acordo com as categorias do ImpactBase

Categoria	Frequência absoluta	Frequência relativa
Acesso a serviços financeiros	55	69%
Acesso a serviços básicos	41	51%
Tecnologia verde/limpa	15	19%
Mercados ambientais e ativos reais sustentáveis	16	20%
Produtos / serviços de consumo sustentável	11	14%
Geração de emprego	18	23%

As categorias mais comuns são o acesso a serviços financeiros e o acesso a serviços básicos. Na categoria de acesso a serviço financeiro, microfinanças esteve bastante presente, o que pode ser devido ao pioneirismo na geração de impacto de Muhammad Yunus, que ganhou o Prêmio Nobel da Paz em 2006 e criou o banco de microcrédito Grameen, em Bangladesh, nos anos 70. O Grameen Bank foi o primeiro banco do mundo especializado em microcrédito, com objetivo de erradicar a pobreza no mundo. Atuar em microfinanças tornou-se uma área consolidada em investimento de impacto e mitiga as incertezas do investimento, em comparação com outras áreas. Além disso, o desenvolvimento social gerado pela iniciativa de Yunus é tangível e mais fácil de ser mensurado.

A alta taxa de incidência de investimento em acesso a serviços básicos pode ser explicada pelas necessidades refletidas em oportunidades na América Latina. Os serviços básicos incluem habitação a preços acessíveis, agricultura e alimentação, infraestrutura, educação, energia, água e saúde, entre outros.

A análise das métricas socioambientais mapeou como os fundos de investimento de impacto monitoram os retornos socioambientais. A Tabela 6 apresenta as frequências absoluta e relativa das métricas socioambientais utilizadas pelos fundos da amostra.

Tabela 6: Frequências absoluta e relativa das métricas socioambientais

Métricas socioambientais	Frequência absoluta	Frequência relativa
Métricas IRIS	47	59%
Métricas próprias	48	60%
Outros padrões	18	23%

Como esperado, grande parte dos fundos utiliza as métricas IRIS. A importância da padronização das métricas socioambientais deve-se à necessidade de fiel representação dos impactos, possibilitando a comparação dos desempenhos. O IRIS parece ser um bom padrão pela associação ao GIIN, órgão representativo nesse setor. Pode ser destacado que a grande adesão ao padrão IRIS mostra aos investidores que queiram ingressar neste segmento de investimentos um modelo de referência, o que favorece o crescimento do setor.

Não obstante, métricas próprias são tão utilizadas quanto o padrão IRIS. Muitos fundos utilizam métricas iguais ou similares às dos IRIS, sem estarem vinculadas a esse padrão. Isso é positivo para o setor, pois além de ter um *benchmark* de partida, os investimentos de impacto aceitam métricas customizadas. Apesar de exigir padrões de medidas, o setor é flexível quanto à adaptação de indicadores decorrentes da especificidade dos temas e/ou áreas geográficas de atuação. Dada a particularidade dos temas de impacto e das naturezas dos projetos, aliadas ao estágio do setor, a flexibilidade e diversidade de padrões se apresentam como características favoráveis.

Ao contrário do que se esperava, poucos fundos utilizam avaliadoras independentes. Uma possível explicação pode ser pelo fato de que se associar ao GIIRS não é gratuito. Uma vez que os fundos ainda estão se adaptando à nova abordagem e o setor não está consolidado, a mensuração do impacto gera custos e a associação a uma avaliadora independente pode onerar os investimentos.

Dos 47 fundos que informaram utilizar as métricas IRIS, somente 36 tinham suas gestoras cadastradas no site do IRIS. Esses 36 fundos utilizam 243 (43,5%) das 559 métricas presentes no catálogo do IRIS. Ter um padrão é importante para simplificar a rotina de mensuração do impacto, mas a utilização de 559 métricas pode ser um estágio complexo. No total, foram mencionadas 1059 métricas por esses 36 fundos, com média de 29 métricas por fundo.

A Tabela 7 apresenta as frequências das métricas IRIS classificadas por seção

Tabela 7: Frequências absolutas e relativas das métricas IRIS classificadas por seção

Seção	Frequência absoluta	Frequência relativa
Impacto do Produto	428	40%
Impacto Operacional	293	28%
Desempenho financeiro	209	20%
Descrição do Produto	91	9%
Descrição Organizacional	38	4%
Total	1059	100%

Observa-se a predominância de métricas nas categorias de impacto operacional e impacto do produto. As de impacto operacional são as que descrevem as políticas, os funcionários e o desempenho ambiental da organização; as de impacto do produto descrevem o desempenho e o alcance dos produtos e serviços da organização.

A Tabela 8 apresenta as frequências absolutas e relativas das expectativas de retorno dos fundos de investimentos.

Tabela 8: Frequências absolutas e relativas das expectativas de retorno

Retorno	Frequência absoluta	Frequência relativa
Taxas ajustadas ao risco	55	69%
Taxa de retorno-alvo	61	76%
<i>Benchmark</i>	19	24%
Elaboração de histórico de retorno	56	70%
Divulgação de histórico de retorno	18	23%

A maior parte dos gestores persegue taxas de mercado ajustadas ao risco e divulga taxas de retorno-alvo o que sugere que o mito do antagonismo entre retorno social e financeiro vem se enfraquecendo. As taxas concessionárias podem ser encaradas como um subsídio do investidor para o setor, ou seja, o investidor toma para si parte do risco e não o incorpora à expectativa de retorno. A geração de valor por meio do desenvolvimento socioambiental é um aspecto cultural primordial para o desenvolvimento do setor e da sociedade. A ideia de que o avanço socioambiental depende somente do terceiro setor vai, assim, perdendo espaço. Poucos fundos perseguem algum tipo de *benchmark*, talvez por ser um setor ainda não consolidado.

Sobre as expectativas de retorno, grande parte dos gestores relata possuir históricos de retorno de seus fundos, porém somente uma minoria os divulga. Embora retorno passado não garanta futuros retornos, é útil para os investidores saberem que um fundo atingiu seu objetivo. Em uma indústria nascente, que está em busca de novos investidores, é necessário ter dados históricos que indiquem viabilidade do fundo e credibilidade do gestor.

Os resultados dos testes estatísticos de proporções rejeitaram a hipótese nula para todos os quesitos da matriz de informações, reforçando as mensagens iniciais extraídas das distribuições de frequências.

Em uma análise qualitativa, alguns fundos se destacaram por práticas referentes a informações, processo de investimento e mensuração de impacto, podendo servir como *benchmark* nessas práticas para outros gestores

O Althelia Climate Fund 1, gerido pela Althelia Ecosphere, se sobressai na transparência e organização das informações. A gestora apresenta uma missão explícita e destacada e integra os aspectos socioambientais e financeiros, além de citar seus princípios, políticas e desempenhos. Seu relatório de impacto é bem detalhado, explicando estratégia, método de monitoramento dos impactos e KPI's desenvolvidos por eles. O relatório apresenta 5 estudos de casos de investimentos que utilizam métricas ambientais.

A gestora Root Capital se destaca com relação ao processo de *due diligence*, divulgando documentos, como um guia detalhado da metodologia de *due diligence*, *scorecards* sociais e ambientais utilizados no processo e *issues briefs*.

O fundo CASEIF Corporation II se destaca pela transparência e organização de informações, além do processo de seleção de ativos. Foram encontradas muitas informações sobre o suas estratégias, critérios e abordagens de investimento de forma organizada e estruturada. Mais especificamente, o fundo informa seus objetivos, estratégia de investimento, foco geográfico, critérios e processo de investimento, instrumentos de investimento ou classe de ativos, estratégias de saída, governança e impacto.

Outro exemplo de transparência e organização de informações é o Vital Capital Fund, que divulga políticas e processo de investimento, com a política geral de investimentos e os

critérios gerais, financeiros, sociais e ambientais de avaliação aplicados para possíveis ativos. Entre as etapas descritas no documento de processo de investimento, pode-se encontrar: apresentação do formulário de seleção, revisão preliminar financeira, social e ambiental do projeto, *due diligence* comercial, legal, social e ambiental e visitas *in loco*, revisão do comitê de investimento, desinvestimento e monitoramento pós-investimento. Esses documentos têm como finalidade facilitar um melhor alinhamento do fundo com os *stakeholders*, proporcionando transparência dos processos de avaliação de investimentos.

Outro destaque do Vital Capital Fund é a transparência no processo de mensuração de impacto. O relatório abrange informações organizadas sobre a estratégia do fundo, os setores alvo, o método para monitorar e medir o impacto de seus investimentos, os KPI's desenvolvidos por eles e uma descrição para cada um de seus investimentos, contendo informações do ativo, do investimento e os resultados socioambientais.

Na mesma linha, o fundo Actiam Institutional Microfinance Fund III produz uma lâmina (*factsheet*) com informações básicas, simples e diretas, sobre o fundo, tais como: estrutura e governança; taxa de retorno-alvo, prazos, estilo de gerenciamento, taxa de manutenção, tipos de investimentos e ativos; áreas geográficas-alvo; gestor do fundo; estratégia de investimento e de impacto.

Com a mesma ideia, o relatório de impacto da Bamboo Finance é segregado pelos seus fundos e ativos. Seu fundo realiza investimentos em capital de bancos e empresas de serviços financeiros voltados para microempresas, pequenas e médias empresas e em segmentos de baixa e média renda. Em seu relatório, é possível visualizar as métricas sociais e os resultados para cada instituição financeira em que investiu, além da descrição da missão de cada instituição, do relato dos desempenhos sociais e dos desenvolvimentos em torno do impacto realizado pelas instituições.

## 5) CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa, de natureza exploratória, objetivou mapear os fundos de investimentos de impacto que focam na América Latina, investigando suas práticas e confrontando-as com a literatura da área. As contribuições da pesquisa podem ser endereçadas a três grupos distintos: 1) investidores, gestores e empreendedores de impacto; 2) formuladores de políticas públicas; e 3) academia. De forma geral, foi verificado que o setor ainda é incipiente, carecendo de boas práticas e transparência.

Para investidores, gestores e empreendedores, a transparência das atividades ainda é baixa e desorganizada. A alta incidência de intencionalidade está de acordo com Barki (2015), porém outras práticas importantes na indústria de investimentos, como *due diligence*, elaboração e divulgação de relatórios de impacto, adesão a avaliadores independentes, histórico do fundo e liquidez não se mostraram adequadamente presentes. Os fundos pesquisados não abordam ou abordam de forma superficiais esses temas fundamentais.

Contrariando as recomendações do estudo Introducing (2015), constatou-se que o processo de *due diligence* é pouco abordado. Da mesma forma, a divulgação dos relatórios de impacto se mostrou abaixo do esperado e a fragilidade da divulgação das métricas socioambientais vai contra a ideia de que a finalidade dos modelos de negócios sociais é geração de valor social, enfatizada por Mair e Marti (2016), bem como contra as boas práticas descritas por Global Impact (2016). Apesar disso, encontramos destaques qualitativos com referências de boas práticas que podem orientar os gestores no futuro próximo.

Diferente da pesquisa Market (2014), as métricas socioambientais próprias pareceram tão utilizadas quanto as do IRIS, o que pode ser positivo para o setor, pois além de ter *benchmark* de partida, os investimentos de impacto são flexíveis para a adaptação de outros indicadores. Além disso, o padrão IRIS se mostrou abrangente e complexo, o que, por um

lado, pode ser considerado positivo, pois permite englobar todos os possíveis impactos gerados pelas atividades econômicas, mas por outro dificulta a identificação de um impacto líquido positivo. A alta incidência de fundos que buscam métricas para mensurar o impacto de seus investimentos, independentemente da vinculação a um padrão, está em linha com o entendimento de Bishop e Green (2015).

As múltiplas classes de ativos e as expectativas de retorno estão de acordo com a literatura. Os investimentos de impacto se mostraram uma abordagem de investimento que permeia diversas classes de ativos, de acordo com as pesquisas From the Margins (2013) e Global Impact (2016). Em linha com a Força Tarefa (2016), Global Impact (2016), Impact Investments (2010), Introducing (2015) e Investing with Impact (2014), os fundos buscam retorno financeiro positivo e divulgam as taxas de retorno-alvo de seus investimentos, com a maioria dos fundos perseguindo taxas ajustadas ao risco.

Um possível interesse para os formuladores de políticas públicas é a criação de uma classificação de investimento de impacto, com critérios e práticas específicas, incluindo a elaboração de um roteiro de prospecto, abordando intencionalidade, temas de impacto, divulgação periódica de relatórios e etc. Estes critérios e práticas podem ser definidos pelo próprio mercado, por meio da autoregulação. O setor de investimento de impacto atrai instituições de origens diversas, portanto os fundos, ao se autodenominarem “de impacto” deverão seguir padrões e práticas consistentes e concebidas pelo mercado, desenvolvendo uma identidade do setor.

Para a comunidade acadêmica, ficam abertas oportunidades de geração e disseminação e conhecimento tanto na área de Finanças, com modelagens de risco e retorno, como em sustentabilidade, com foco nos impactos sociais e ambientais efetivos dos investimentos.

Uma sugestão para pesquisa futura seria elaborar modelos de prospecto e de relatório de impacto para esses fundos, com objetivo de padronizar e aumentar a transparência. Outra possibilidade seria entender melhor a relação entre risco e retorno nos investimentos de impacto e sua associação com outros fatores, como horizonte de investimento, liquidez e classes de ativos.

## **REFERÊNCIAS**

ANNUAL impact investor survey, JP Morgan Chase & Co, 2016. Disponível em: [https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey\\_Web.pdf](https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_Web.pdf). Acesso em: 27 jun. 2016.

Barki, E. (2015). Negócios com impacto social. *Revista De Administração De Empresas*, 54(5), 594.

Bishop, M., & Green, M. (2015). Philanthrocapitalism rising. *Society*, 52(6), 541-548.

Combs, K. (2014). MORE THAN JUST A TREND: THE IMPORTANCE OF IMPACT INVESTING. *Corporate Finance Review*, 18(6), 12-18.

FORÇA TAREFA de Finanças Sociais: Disponível em: <http://forcatarefafinancassociais.org.br/>. Acesso em: 20 jun. 2016

FREUND, J.E. *Modern Elementary Statistics*, Prentice Hall, 11th edition, 2004.

FROM THE MARGINS to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors. World Economic Forum Investors Industries, 2013.

GIFE: Iniciativas de fomento a negócios de impacto social ganham espaço na agenda do investimento social privado, 09/05/2016. Disponível em: <<http://gife.org.br/2016/05/09/iniciativas-de-fomento-a-negocios-de-impacto-social-ganham-espaço-na-agenda-do-investimento-social-privado/>>.

GIIRS Ratings (GIIRS). Disponível em: <<http://giirs.org/>>. Acesso em: 14 set. 2016.

GLOBAL IMPACT Investing Network. Disponível em: < <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1>>. Acesso em: 14 set. 2016.

GLOBAL OPPORTUNITY Report. Havik. Oslo: DNV Glas, 2015. Disponível em: < <http://globalopportunitynetwork.org/the-2015-global-opportunity-report.pdf>>. Acesso em 01 jun. 2016.

IMPACT INVESTMENTS: An emerging asset class. JP Morgan, 2010.

IMPACT REPORTING AND INVESTMENT STANDARDS. Disponível em: <<https://iris.thegiin.org/>>. Acesso em: 14 set. 2016.

IMPACTASSETS | Investing with Meaning. Disponível em: < <http://impactassets.org/> >. Acesso em: 22 nov. 2016.

IMPACTBASE. Disponível em: < <https://www.impactbase.org/> >. Acesso em: 22 nov. 2016.

INTRODUCING the Impact Investing Benchmark. Massachusetts: Cambridge Associates; [S.l.]: Global Impact Investing Network, 2015. Disponível em: <[https://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing\\_the\\_Impact\\_Investing\\_Benchmark.pdf](https://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing_the_Impact_Investing_Benchmark.pdf)>. Acesso em 01 jun. 2016.

INVESTING WITH IMPACT: creating economic, social and environmental value. [S.l.]: Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, 2014. Disponível em: <<https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/articles/investing-with-impact.pdf>>. Acesso em 01 jun. 2016.

Mair, J., & Martí, I. (2006). Social entrepreneurship research: A source of explanation, prediction, and delight. *Journal of World Business*, 41(1), 36-44.

MAPA DO SETOR de Investimento de Impacto no Brasil. Aspen Network of Development Entrepreneurs, LGT Venture Philanthropy, Quintessa Partners e a University of St. Gallen, 2014. Disponível em: <[https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/upload/ImpactInvestingStudy\\_FINAL\\_VERSION\\_PORTUGUES.pdf](https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/upload/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_PORTUGUES.pdf)>. Acesso em 01 jun. 2016.



MARKET Spotlight: the impact investor survey. [S.l.]: JP Morgan, 2014. Disponível em: <[https://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/140502\\_Spotlight\\_on\\_the\\_Market.pdf](https://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/140502_Spotlight_on_the_Market.pdf)>. Acesso em 01 jun. 2016.

SUSTAINABLE SIGNALS: the individual investor perspective. [S.l.]: Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, Feb. 2015. Disponível em: <[https://www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/Sustainable\\_Signals.pdf](https://www.morganstanley.com/sustainableinvesting/pdf/Sustainable_Signals.pdf)>. Acesso em 01 jun. 2016.

THE IMPACT INVESTING landscape in latin america. Aspen Network of Development Entrepreneurs, LGT Venture Philanthropy e a Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA), 2016. Disponível em: <[https://www.lgtiv.com/.content/downloads/general-information/LatAm\\_ImpInv\\_Report\\_en.pdf](https://www.lgtiv.com/.content/downloads/general-information/LatAm_ImpInv_Report_en.pdf)>. Acesso em 22 nov. 2016.

U.S. TRUST INSIGHTS on Wealth and Worth® survey. U.S. TRUST, 2016.

UNLOCKING CAPITAL, Activating a Movement. The Rockefeller Foundation, 2012.