

DOS NEGÓCIOS DE **IMPACTO** AO **IMPACTO** DOS NEGÓCIOS



ALIANÇA
PELOS INVESTIMENTOS
E NEGÓCIOS DE IMPACTO

DOS NEGÓCIOS DE IMPACTO AO IMPACTO DOS NEGÓCIOS

Aron Belinky*
Sergio Cerqueira**

.Resumo: este artigo, produzido com o apoio da Aliança pelo Impacto, analisa as diferenças e similaridades entre o investimento de impacto e o que convencionou-se chamar de “investimentos ESG”; em vista das características próprias destas duas categorias de investimento, analisamos os recém publicados standards de *disclosure* por diversas organizações multilaterais e adotados por órgãos reguladores de diversos países.

“

* Doutor em Administração Pública pela FGV, sócio e fundador da ABC Associados, especialista em sustentabilidade e finanças sociais.

** Mestre em Economia pela Unicamp, consultor associado da ABC Associados, especialista em mercados financeiro e de capitais.

Dezembro/2023



ABC ASSOCIADOS

ÍNDICE

Apresentação 3

Investimento de impacto: definição 5

Definição de ESG 10

As motivações dos investidores 11

Materialidade, reporte e avaliações de investimentos 16

Materialidade financeira 19

Dupla materialidade 22

Avaliação dos impactos 25

Conclusões 26

Referências 28

Sobre a Alianças pelo Impacto 30

Créditos das imagens 31

APRESENTAÇÃO

A Aliança pelo Impacto é uma iniciativa originada em 2013, que une organizações não governamentais, investidores, empresas e outros atores do campo das finanças sociais, com o propósito de promover e escalar o ecossistema de investimentos e negócios de impacto no Brasil. Com os recentes avanços no campo das finanças sustentáveis, torna-se evidente que o cumprimento dessa missão requer uma conexão robusta com duas questões mais amplas e relacionadas às decisões sobre investimentos: as considerações sobre o impacto dos negócios e a integração de aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) nesses processos.

Nos últimos dois anos, houve uma intensa discussão sobre finanças sustentáveis com a publicação de novos standards de relatórios corporativos por organizações multilaterais. Os governos também atuam no processo de padronização com o objetivo de atrair novos investimentos sustentáveis.

Um exemplo do esforço do governo brasileiro em regulamentar e atrair recursos oriundos das finanças sustentáveis é publicação d' A Taxonomia Sustentável Brasileira em setembro de 2023. A iniciativa fornece “uma terminologia comum às empresas, instituições financeiras, investidores, reguladores, governos e outras partes interessadas, coordenando decisões de investimento e a criação de políticas públicas” (Ministério da Fazenda, 2023, p. 12). Entre outros objetivos, a Taxonomia busca uniformizar a terminologia para a emissão de instrumentos para o financiamento de atividades sustentáveis.

Investimentos e negócios de impacto socioambientais são, em essência, uma modalidade do que se tem designado investimentos socialmente responsáveis (SRI, da sigla em inglês). São definidos como aqueles investimentos realizados com a intenção de provocar impacto socioambiental positivo e, também, obter lucro. Apesar de a proporção e o destino desse lucro poderem variar, a geração de excedente para remunerar o capital investido é uma premissa dessa modalidade de investimentos, e a distingue da filantropia, mesmo da “venture philanthropy” (ver quadro 1).

Também envolvendo a pauta socioambiental, existe, desde 2004, o conceito de investimentos ESG, definidos como aqueles que integram em suas decisões de portfólio questões relacionadas ao meio ambiente (o E de environmental), às demandas e necessidades sociais (S) e à boa governança corporativa (G). Nos últimos anos, especialmente a partir de 2020, assistimos a um crescimento do interesse de empresas, investidores e do público em geral por este tipo de investimento. Interesse que só aumentou quando grandes firmas de gestão de recursos passaram a adotá-lo e promovê-lo. As recentes notícias sobre movimentações “anti-ESG”, especialmente nos Estados Unidos, não diminuem a importância desse conceito, mas, pelo contrário, evidenciam sua força.

Quadro 1: Espectro de investimentos pela perspectiva social

Modalidade de investimento	Filantropia		Investimento de Impacto Social		Investimento Sustentável e Responsável	Investimento financeiro convencional
	Filantropia Tradicional	Venture philanthropy	Investimento social	Investimento de impacto	Investimentos ESG	Investimento plenamente comercial
Foco	Enfrentar os desafios sociais por meio do fornecimento de subsídios	Enfrenta os desafios sociais com abordagens de investimento de risco	Investimento com foco em resultado social e/ou ambiental e algum retorno financeiro esperado,	Investimento com a intenção de ter um retorno ambiental e/ou social mensurável e taxa de retorno de mercado	Aumento do valor de longo prazo usando fatores ESG para mitigar riscos e identificar oportunidades de crescimento.	Pouca ou nenhuma consideração pelas práticas ambientais, sociais ou de governança
Mensuração	Não há padronização		Uso das metodologias e métricas ESG			Padrão IASB
Expectativa de retorno	Apenas retorno social e ambiental		Retorno social e retorno financeiro abaixo do mercado	Retorno social e remuneração a taxas de mercado	Retorno financeiro a taxas de mercado no longo prazo	Apenas retorno financeiro
	Impacto social		Retorno financeiro e social			Retorno financeiro

Fonte: adaptado de Boffo, Patalano (2020, p. 15). (tradução nossa)

Reconhecendo a proximidade e frequentes confusões entre os campos do ESG e dos investimentos de impacto, e buscando apoiar o entendimento de todos os atores envolvidos, a Aliança Pelo Impacto decidiu apresentar sua visão sobre o assunto, assinalando a particularidade dos investimentos e negócios de impacto, mas apontando também as similaridades e as possíveis sinergias entre os dois conceitos e as formas de avaliá-los.

Neste artigo vamos examinar as definições de investimento ESG e de Investimento de Impacto e discutir se essas definições são suficientes para classificar, sem dúvidas, quando um fundo de investimento é ESG ou investimento de impacto. A amplitude que o tema ESG tomou nos últimos anos resultou em certa imprecisão na aplicação do conceito que, em alguns casos, transparece na regulação de algumas jurisdições. Isso fica claro quando, nesse contexto, se exige de investimentos qualificados como "ESG" a intenção ou compromisso com a geração de impactos sociais ou ambientais positivos. O mesmo não acontece na autorregulação estabelecida pela Anbima, que diferencia claramente fundos de investimento sustentáveis (IS) e fundos ESG.

Ao fazer isso, não propomos um simples exercício intelectual, mas, sim, desejamos firmar um posicionamento prático e estratégico. Por um lado, apoiar a atuação concreta de investidores, empreendedores e outros atores do campo. Por outro, estrategicamente, demonstrar que a contribuição da Aliança não deve se limitar ao nicho dos investimentos e negócios, mas, sim, abranger um campo mais amplo, que coloca no centro das decisões a consideração dos impactos dos negócios.

INVESTIMENTO DE IMPACTO: DEFINIÇÃO

O investimento de impacto faz parte do campo dos Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI), um conceito utilizado desde a década de 1970:

“Influenciados pela explosão de movimentos sociais da década anterior (por exemplo, contra o militarismo e o racismo nos anos 1960), o investimento socialmente responsável focou em apoiar companhias engajadas na responsabilidade social empresarial (*RSE, ou CSR na sigla em inglês*) ou em desinvestir de companhias que lucraram com a guerra do Vietnã ou com o regime de apartheid da África do Sul.” (CUNHA, MEIRA, ORSATO, 2021, p. 3825, tradução e itálico nossos).

Os SRIs podem ser realizados de várias maneiras, como, por exemplo, a resumida no Quadro 1 acima.

Este quadro, porém, não é consensual. Há analistas que consideram o Investimento de Impacto uma subdivisão do ESG (Boffo, Patalano, 2020, p. 15 e Grim, Berkowitz, 2018, p. 4). Este não é o nosso ponto de vista. Acreditamos que as diferenças são suficientes para classificá-los como segmentos distintos.

A definição mais conhecida de Investimento de Impacto é o investimento no qual há a intenção de gerar simultaneamente retorno financeiro e causar um impacto socioambiental positivo, gerido como parte essencial do negócio:

“Os **Investimentos de Impacto** são recursos públicos e privados que podem ser direcionados para organizações, negócios e fundos comprometidos em gerar impacto socioambiental positivo mensurável e rentabilidade financeira.

Negócios de impacto são empreendimento que têm a intenção clara de endereçar um problema socioambiental por meio da sua atividade principal (seja seu produto/serviço e/ou sua forma de operação). Atuam de acordo com a lógica de mercado, com um modelo de negócio que busca retornos financeiros, e se comprometem a medir o impacto que geram.” (<https://aliancapeloimpacto.org.br/>)

Seguindo as definições adotadas em suas versões anteriores, o Decreto 11.646 de 16/08/2023, que recriou a ENIMPACTO (agora com escopo ampliado e rebatizada como Estratégia Nacional de Economia de Impacto), define assim os negócios e investimentos de impacto:

- negócios de impacto - empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável;
- investimentos de impacto - mobilização de capital público ou privado para negócios de impacto.

De qual investidor estamos falando

Investidor é aquele que aloca capitais, na forma monetária ou física, em um determinado negócio. Esta alocação pode ser decidida pelo empreendedor, que aloca seus recursos próprios em um negócio, ou por terceiros, os chamados sócios-capitalistas, em suas muitas modalidades.

No moderno mercado de capitais o papel de investidor é exercido por dois atores, de forma conjugada: um é o investidor final, pessoa física ou jurídica proprietária do capital, que geralmente delega ao outro ator – os investidores profissionais: gestores de ativos ou asset managers - a responsabilidade de escolher e gerenciar seu portfólio de investimentos.

Os investidores finais podem ser indivíduos (como pessoas físicas ou jurídicas) ou instituições, como fundos de pensão, fundações, bancos de desenvolvimento e outros. Importante lembrar que, neste último caso, dos investidores institucionais, as escolhas devem ser definidas não pela vontade individual de seus dirigentes, mas por processos de governança estruturados e com rigorosos mecanismos de delegação, responsabilização e prestação de contas (accountability).

Essas mesmas restrições se aplicam aos gestores de ativos, que podem estar empregados em empresas de participações, instituições previdenciárias, fundos de investimento, family offices, private banking e outras formas de investimento, coletivo ou não. São estes profissionais que tomam a decisão final de alocação dos capitais, conforme os mandatos acordados com os investidores finais, que exercem sobre eles um variado grau de influência.

Nosso objeto de análise neste texto é a decisão de alocação de portfólio, ou seja, os parâmetros objetivos que precisam ser utilizados pelos gestores profissionais e não os critérios dos investidores finais, que podem incluir também aspectos subjetivos, como preferências, valores morais ou convicções éticas.

Isto não quer dizer que o investidor final não tenha nenhuma relevância. Ao contrário, as decisões dos gestores são, em maior ou menor grau, resultantes da vontade do investidor final. Em última instância, a vontade dos investidores finais influencia as decisões dos administradores de ativos.

É importante perceber que o investimento de impacto e os negócios em seu escopo têm uma agenda complexa: análise risco-retorno financeira positiva combinado com impacto socioambiental positivo gerado intencionalmente. A intencionalidade é, portanto, central para caracterizar um investimento ou negócio como “de impacto”.

Ao contrário do investimento convencional, cuja análise incorpora duas dimensões – risco e retorno – a análise de um investimento de impacto é sempre tridimensional: risco, retorno e impacto.

Entre os investimentos de impacto há uma distinção entre aqueles que buscam taxas de rentabilidade igual ou acima da média do mercado e aqueles que focam em taxas de rentabilidade positiva, mas aceitam que sejam abaixo da média de mercado. Isto não é desimportante. Visto do ponto de vista de um investidor convencional, um fundo de investimento que não foque em rentabilidade pelo menos igual à média do mercado, que aceite rentabilidade menor, é mais parecido com filantropia do que com investimento. Já um fundo que busca rentabilidade pelo menos igual à média do mercado não se diferencia, aos olhos do investidor ou analista convencional, de um investimento financeiro qualquer, que pode ou não ser um fundo ESG.

Porém, quando considerado o foco ético – a intenção de contribuir para o enfrentamento de desafios socioambientais por meio da geração de impactos positivos – é evidente a diferença entre fundos “de mercado” (ESG ou não) e fundos de impacto, com ou sem rentabilidade de mercado.



A escolha do veículo de investimento, dada a variedade do porte das empresas investidas, as legislações locais e a forma de captação de recursos pelos gestores, pode variar bastante. A maior parte da literatura consultada aponta que o veículo mais escolhido para o investimento de impacto é o fundo de venture capital (VC), havendo uma grande variedade de instrumentos investidos, tais como equity, bonds e contratos de participação em casos de sucesso, dentre outros. Alguns gestores utilizam também plataformas de financiamento coletivo.

Um dos critérios na escolha do veículo de investimento é permitir ao investidor final uma participação mais direta na escolha do portfólio e uma gestão que possa acompanhar de perto seus objetivos de investimento em termos de rentabilidade e impacto (Saltuk, 2012, p. 18).

Para que isto se materialize é fundamental a escolha da tese de impacto:

“Uma vez que a estrutura organizacional esteja pronta, a equipe de gestão do portfólio precisará articular a missão de impacto do portfólio para definir o escopo de seu universo de investimento. Para muitos investidores de impacto, a tese de impacto geralmente é impulsionada pelo conjunto de valores de um indivíduo ou organização e pode fazer referência a uma teoria de mudança, geralmente com referência a objetivos de impacto específicos, como acesso a água potável ou moradia acessível. Uma tese de impacto pode fazer referência a uma população-alvo, modelo de negócios ou conjunto de resultados por meio dos quais o investidor pretende gerar o impacto.” (SALTUK, 2012, p.19, tradução nossa).

Figura 1: Fluxo de alocação de capital para um investimento de impacto



Fonte: adaptado de Saltuk, 2012., p. 18, tradução nossa.

Yasemin Saltuk, diretora de pesquisas do banco J.P. Morgan, deixa claro que o investidor final tem participação no processo de decisão do investimento de impacto, senão na escolha da carteira, ao menos na discussão da tese de impacto. Ela também ressalta a tridimensionalidade do investimento de impacto – risco, retorno e impacto. Segundo ela, seu método é discutir os parâmetros com os investidores finais – retorno mínimo, risco que estão dispostos a aceitar e a tese de impacto. A partir daí, seu papel é escolher o portfólio adequado a essas escolhas.

A mesma ideia, de que para investimentos de impacto é preciso estabelecer uma forma “customizada” de financiamento, é defendida por Gianoncelli e Picón Martínez (2020, p.23), quando afirmam que “Ao lado da estrutura jurídica e da estratégia de impacto, há outros fatores ligados ao investidor para impacto que podem ter implicações no modelo de financiamento”, dentre eles “os interesses dos investidores/financiadores em termos de qual nível de impacto social e qual nível de retorno financeiro (se houver) deve ser alcançado”.



DEFINIÇÃO DE ESG

Os investimentos ESG são investimentos que integram fatores ambientais, sociais e de governança nas decisões de investimento. Essa integração é feita por meio da análise dos riscos e oportunidades que esses fatores trazem aos negócios. A amplitude, a perspectiva sistêmica e o horizonte temporal dessa análise podem variar (fonte: adaptado do relatório Who Cares Wins. UNGC, 2004).

De um lado, este tipo de investimento se diferencia do investimento convencional ao considerar fatores ESG na tomada de decisões; de outro, os fatores sociais e ambientais são considerados neste tipo de investimento como fatores de risco ou oportunidade e a tomada de decisão não tem, a priori, a intenção de promover melhorias ambientais ou sociais.

Nesta definição não estão incluídas considerações sobre impactos positivos ou negativos sobre o meio ambiente ou sobre a sociedade, mas como estes fatores, externos à empresa, a afetam.

Os investimentos institucionais que utilizam critérios de alocação incluindo aspectos ESG já representam, segundo a Global Sustainable Investment Alliance, mais de um terço do total dos ativos sob gestão no mundo (Global Sustainable Investment Alliance, 2021, p. 9). Já a PWC apresenta uma estimativa bem mais modesta; 14%, ainda que sugira que possam atingir 36% até 2026 (PWC, 2022, p. 5). Essa disparidade, por exemplo, é um reflexo da diversidade de definições e motivações dos investimentos ESG, que são objeto de discussão cada vez mais acalorada, tendo em vista os interesses representados em uma infinidade muito diversa de fundos e empresas que reivindicam esta classificação.

A ampliação indevida do conceito de ESG, incorporando expectativas de impacto socioambiental positivo, fere um aspecto central do conceito que lhe atribui uma característica técnica - a melhor mensuração de riscos e identificação de oportunidades - se contrapondo a princípios éticos e ideológicos que atribuem às empresas responsabilidades sociais maiores que as exigidas pela legislação. Também é importante destacar que a inclusão da ideia de impacto como inerente ao ESG fere um aspecto central desse conceito, que foi criado exatamente com a intenção de separar a componente técnica (riscos e oportunidades) da componente ética ou ideológica (expectativas de responsabilidades das empresas para além do que a lei exige). Essa "contaminação" do conceito original é, seguramente, um fator de acirramento do "movimento anti-ESG", que se apoia exatamente no argumento de que essa abordagem se distancia dos interesses objetivos das empresas.

AS MOTIVAÇÕES DOS INVESTIDORES

No âmbito dos investimentos ESG, quando se olha do ponto de vista das motivações do investidor, parece haver uma dicotomia entre a motivação do investidor final e a do gestor profissional de recursos.

“Uma observação central de pesquisas recentes sobre os participantes do setor privado é que o foco no uso da designação ESG varia amplamente em relação a considerações sociais e financeiras: os investidores institucionais claramente se concentram nos benefícios do investimento ESG para retornos financeiros e gestão de riscos, enquanto os investidores finais se concentram mais em alinhamento de portfólios a valores sociais. Pesquisas sugerem que investidores institucionais e gestores de ativos profissionais procuram usar ESG principalmente para competir em retornos ajustados ao risco e gerenciamento de risco.

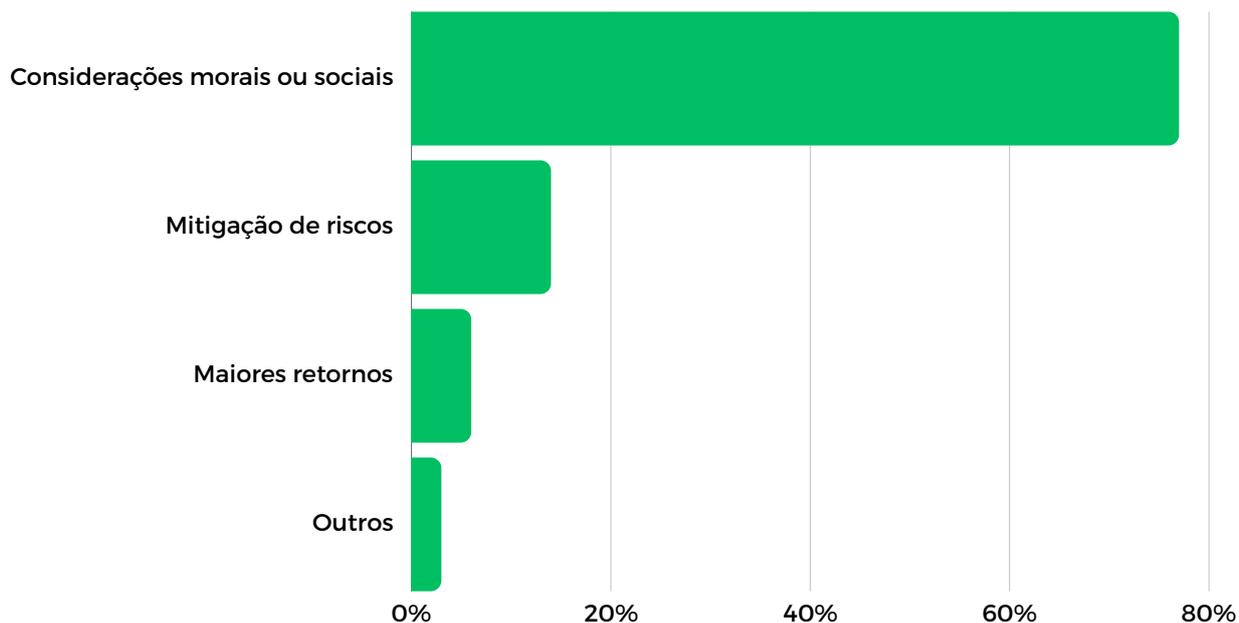
Outras pesquisas do setor financeiro indicam que são os investidores finais os principais impulsionadores do crescimento nas formas de investimento ESG e a transição de investimentos puramente financeiros para ESG. O objetivo destes investidores finais é o de melhorar o alinhamento de emissores corporativos a considerações sociais e morais. Apenas cerca de 20% buscaram essas estratégias principalmente para retorno financeiro ou redução de riscos de investimento.” (BOFFO, PATALANO, 2020, pp.16-17. – Tradução nossa).

Boffo e Patalano (2020) e Przychodzen et al (2016), citando estudos realizados por outros pesquisadores ou por instituições financeiras, apontam que a maioria dos investidores finais fazem escolhas éticas ao decidirem por um investimento que agrega considerações ESG na definição do portfólio. Considerações mais técnicas, como avaliação de risco e oportunidades de retorno são preocupações dos asset managers, mais que dos investidores finais.

Isto não quer dizer que administradores de recursos violem o mandato recebido de seus clientes. Ao contrário, ao investirem em empresas que incluem fatores ESG nas suas decisões de investimento e, como veremos adiante, apresentam suas informações corporativas segundo padrões que incorporam as dimensões sociais e ambientais de suas atividades, cumprem suas obrigações fiduciárias com seus investidores finais. Todavia, suas preocupações primárias não são as mesmas e isto está demonstrado em mais de uma pesquisa acadêmica ou em enquetes realizadas por instituições financeiras.

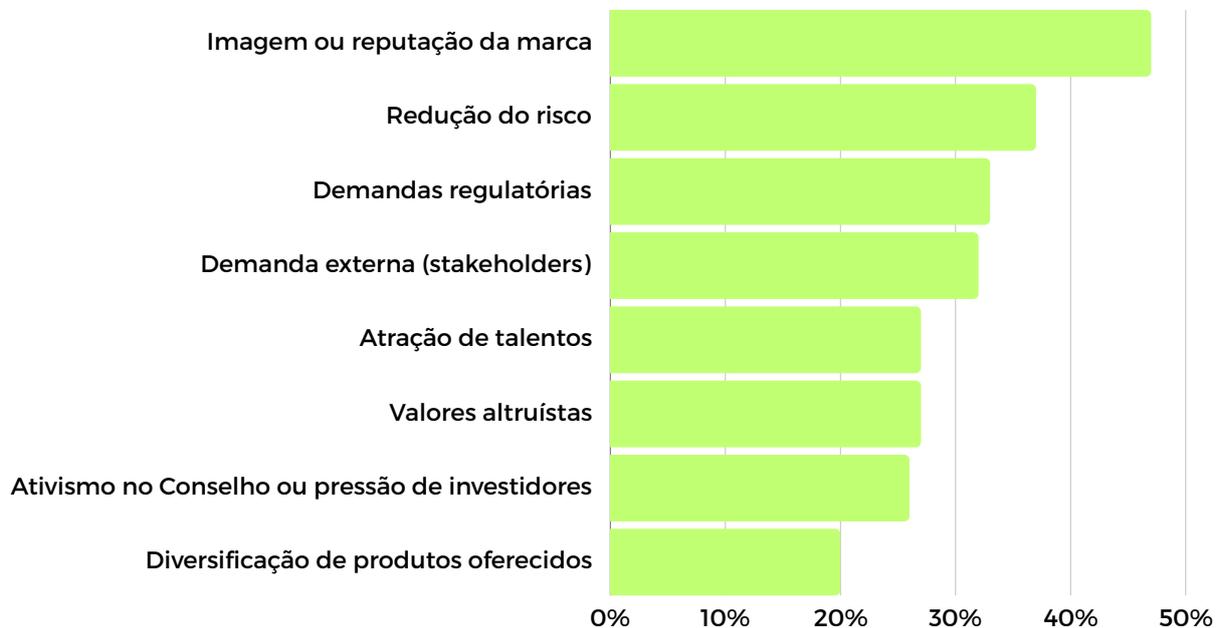
“

Figura 2 – Motivações dos investidores finais em ESG



Fonte: Merrill Lynch citado por Boffo, Patalano, 2-20 p. 17

Figura 3 – Motivações dos administradores de recursos em ESG (escolhas múltiplas)



Fonte: PNB Paribas citado por Boffo, Patalano, 2-20 p. 17

O ideia de que o disclosure proporcionado pelos investimentos ESG resulta em menor volatilidade de retornos de carteiras de ações e, por isso, menores riscos, é amplamente aceito entre os gestores de recursos. Conforme pesquisa com asset managers vinculados a bancos de cinco países (Polônia, Espanha, EUA, Canadá e Reino Unido), essa vantagem é percebida inclusive em relação a riscos no curto prazo (Przychodzen et al, 2016). Algumas de suas conclusões:

“Nossa evidência empírica da pesquisa com gestores de fundos afiliados a bancos em cinco países diferentes mostra que as questões ESG ganham importância em seu processo de tomada de decisão de investimento de curto prazo e são fortemente percebidos como uma proteção contra riscos adicionais.

Isso não é surpreendente, uma vez que a magnitude da possível perda de valor de mercado devido à má conduta corporativa pode ser substancial e ocorrer quase imediatamente após sua descoberta (por exemplo, o derramamento de óleo histórico de Torrey Canyon na costa sudoeste do Reino Unido em 1967; o derramamento de óleo do Prestige que afetou gravemente Espanha e Portugal em 2002; o derramamento de óleo da British Petroleum no Golfo do México, ocorrido em 2010; o encobrimento no desastre de Fukushima pela TEPCO em 2011; e, mais recentemente os escândalos de redução fraudulenta de emissões envolvendo a Volkswagen e a Mitsubishi em 2015).

Assim, parece lógico que o uso de ESG seja mais forte entre aqueles gestores de fundos, que estão mais preocupados com o curto prazo. Essa descoberta também está de acordo com outros estudos que sugerem a inclusão de aspectos ESG em um processo de tomada de decisão de investimento como um fator de mitigação do risco.

No entanto, a descoberta sobre a mitigação de riscos está em contraste com a tradicional (e bastante prevalescente) abordagem na literatura conectando a implementação de questões ESG com um impacto negativo de curto prazo no desempenho financeiro da empresa e, portanto, sugerindo que é mais razoável considerar fatores ambientais, sociais e de governança apenas de uma perspectiva de longo prazo para o investimento. Também compartilhamos a opinião de que o uso de critérios ESG é lucrativo em longo prazo, no entanto, os gestores de fundos pesquisados em nosso estudo geralmente percebem a seleção de ativos ESG como uma proteção contra riscos de curto prazo.” (J. PRZYCHODZEN, GOMEZ-BEZARES, W. PRZYCHODZEN, LARREINA, 2016, p. 12, tradução e negrito nossos).



Talvez por isto – esta visão de que os administradores de recursos veem a integração ESG como uma forma de mitigar riscos inclusive de curto prazo –, cada vez mais a integração ESG tem se tornado mais próxima do mainstream, como afirma Archer (2022, p. 21). O mesmo autor aponta que a inclusão dos componentes ESG na análise de investimentos é uma derivação do ponto de vista neoclássico e convencional, segundo o qual o uso de melhores informações eleva a eficiência dos investimentos e, em decorrência, sua rentabilidade. Assim, asset managers miram sempre a incorporação de mais, melhores e mais amplas informações à sua análise visando maior eficiência alocativa. Ao mesmo tempo, este novo conjunto de informações serve também aos investidores finais que dispõem de melhores informações para sua escolha de investimentos.

Note, no entanto, que, apesar de convergentes, trata-se aqui de duas éticas diferentes. Por um lado, a ética subjetiva do investidor final que, dispondo das informações sobre os critérios de investimento do fundo, pode fazer sua escolha levando em conta, inclusive, convicções éticas, como, por exemplo, não investir em companhias de armas, bebidas ou tabaco. Por outro lado, os administradores de recursos, dispondo de mais informações, creem que se fizerem uso delas escolherão negócios mais eficientes e, assim, contribuirão também para o bem-comum, (não pela lógica da ética subjetiva, mas pela ética dos negócios segundo os princípios do pensamento liberal-neoclássico, que advoga que as escolhas individuais mais eficientes levam a um maior bem-estar da sociedade).

Citando uma pesquisa de J. Nilsson (2008) sobre investimentos socialmente responsáveis, Przychodzen et al (2016) afirmam que a grande maioria dos gestores de ativos profissionais consideram as questões sociais menos relevantes que a rentabilidade, e mesmo aqueles que mais valorizam as questões sociais, não o fazem nos portfólios administrados por eles mesmos.

Chama a atenção também que não há menção aos impactos socioambientais provocados pelos investimentos ESG, senão como fatores de risco a serem mitigados, ao menos no nível de decisões dos asset managers, que são, em última instância, quem toma as decisões de investimento e alocação.

RISCO, RETORNO E IMPACTO NA PERSPECTIVA DO INVESTIMENTO ESG

No caso do ESG, apesar de considerações sobre impacto poderem estar presentes de forma difusa ou indireta, o critério de decisão do gestor profissional na escolha da carteira de investimentos continua sendo bidimensional – risco e retorno – e não, como no caso dos investimentos de impacto, tridimensional: risco, retorno e impacto positivo intencionalmente gerado.

O aspecto destacado acima – o modo como são ou não considerados os impactos positivos e negativos gerados pelo negócio sobre a sociedade e o meio ambiente – é central para o entendimento das semelhanças e diferenças entre as perspectivas do ESG e do Investimento de Impacto. As considerações sobre impacto estão presentes em ambas as abordagens, porém podem levar a conclusões bem diferentes, em função dos critérios adotados para se avaliar a relevância desses impactos e, conseqüentemente, definir sua influência sobre as decisões empresariais.

Conforme explicado na próxima seção, trata-se da perspectiva de materialidade adotada em cada caso.



MATERIALIDADE, REPORTE E AVALIAÇÕES DOS INVESTIMENTOS

Os investimentos sempre foram avaliados ex post do ponto de vista financeiro. Ou seja, considerando não expectativas, mas sim resultados já ocorridos. Os aperfeiçoamentos na contabilidade sempre buscaram retratar, com a maior fidelidade possível e sob diferentes perspectivas, a situação patrimonial de um negócio.

O foco sempre foi, até há poucos anos, oferecer a investidores e credores reportes que orientassem seus investimentos tendo em vista unicamente a situação econômico-financeira da empresa. À medida que essa situação nem sempre poderia ser apresentada com um número “seco”, as normas contábeis passaram a incorporar exigências de notas explicativas e textos que orientam os investidores e credores a uma melhor compreensão da situação financeira das empresas. Além das grandezas contabilmente apuradas, informações sobre o contexto dos negócios passaram a ser requeridas.

Nas últimas três décadas, a aproximação entre os padrões contábeis das diversas economias foi possível graças a um esforço da International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS). Esta fundação – cuja origem remonta a 1973, (IFRS, 2022) com a criação do International Accounting Standards Committee (IASC) – tem um indiscutível peso institucional, sendo responsável pela definição de padrões contábeis adotados por grandes empresas e mercados em todo o mundo. O trabalho conjunto entre IFRS e IOSCO, órgão que reúne as comissões nacionais reguladoras de mercado de capitais, praticamente tornou estes padrões contábeis globalmente obrigatórios para empresas listadas em bolsas de valores.

A partir do crescimento da importância dos investimentos socialmente responsáveis – em particular aqueles com abordagem ESG, mas também os investimentos de impacto – colocou-se um novo problema: como reportar e mensurar a atuação das empresas do ponto de vista socioambiental.

Decorre daí a necessidade de se definir um critério de materialidade que embase a seleção de informações a serem consideradas e refletidas nas demonstrações financeiras, nas mensurações de ESG e de Impacto, e nos reportes publicados para as partes interessadas (stakeholders).

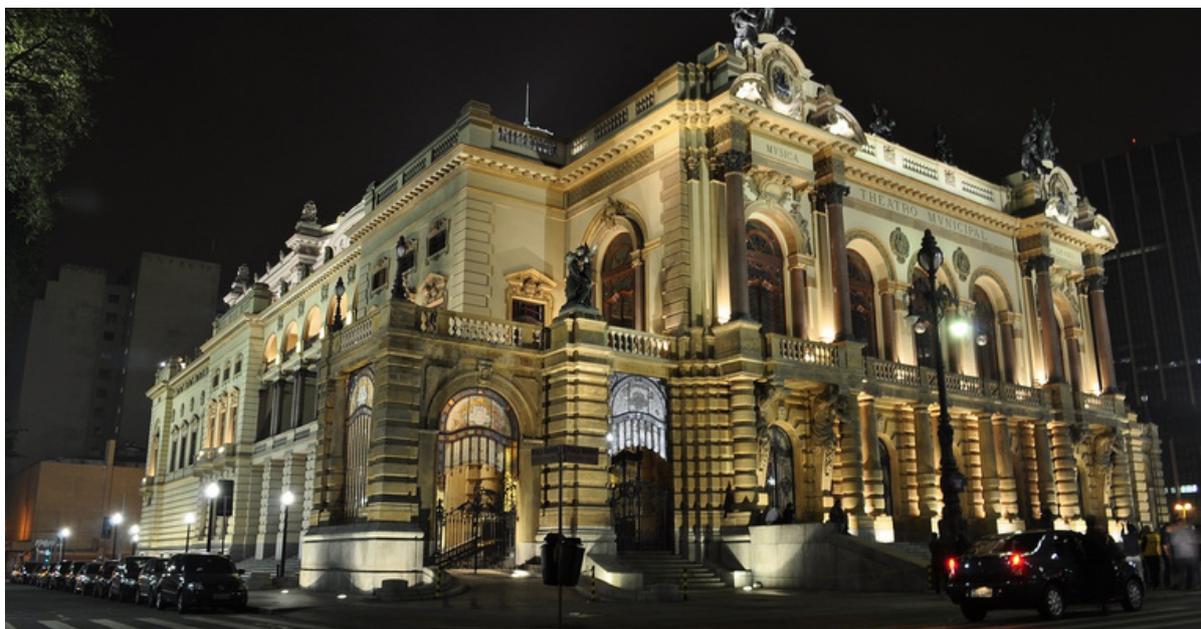
Sendo impossível (e mesmo indesejável) a mensuração, registro e divulgação de todas as informações sobre uma empresa, a escolha do que medir, registrar e divulgar é uma decisão de grande importância. Originário das ciências contábeis, o conceito de materialidade visa estabelecer critérios claros para isso, como forma de delimitar as responsabilidades dos gestores e as expectativas dos tomadores de decisão e investidores em uma empresa. Da contabilidade esse conceito migrou para a governança corporativa e, desde os anos 1990, para o campo da sustentabilidade empresarial.

Conceitualmente, uma informação é considerada material quando a sua omissão, obscurecimento ou divulgação distorcida pode interferir nas decisões das partes interessadas (originalmente, investidores e gestores). Assim, a informação material é aquela cuja divulgação é fundamental e cujo conhecimento é imprescindível para as decisões dos usuários da informação, contábil ou gerencial, publicada pela empresa.

Apesar de relativamente objetivo em seu contexto original, ao migrar para o contexto da sustentabilidade empresarial o conceito de materialidade adquire certo grau de subjetividade. Pela grande diversidade de partes interessadas – e pela diversidade nos interesses das várias partes – a discussão de materialidade passa a envolver não apenas as metodologias, mas também, e fundamentalmente, a **definição sobre a quem se destina** a informação gerada pela empresa.

De um lado há a discussão sobre quais informações têm o caráter fundamental para a tomada de decisões; de outro, para quem esta informação é fundamental.

No caso dos tradicionais reportes contábeis – as demonstrações financeiras requeridas por lei ou regulação de mercado - a segunda questão é fácil de responder: aos credores, investidores, autoridades tributárias e potenciais interessados nos ativos financeiros emitidos pela empresa. Já no caso da primeira questão – quais informações são fundamentais para a tomada de decisões – a resposta não é tão simples. Belinky (2023) I diferencia “partes interessadas e partes interessantes” assinalando que algumas empresas ao delinear o conjunto de stakeholders a quem dirigir as informações podem privilegiar investidores e instituições financeiras dando pouca ou nenhuma ênfase às informações que podem interessar a um público mais amplo. Para evitar este comportamento é necessário que a regulamentação aja para impor padrões que definam claramente as informações a serem publicadas. **Em outras palavras, é fundamental destacar que a questão sobre a quem se destina a informação (e a qual objetivo) precede a questão sobre qual informação é relevante.**



AS AÇÕES E PREOCUPAÇÕES DA CVM

Um agente ativo e importante na regulamentação das finanças sustentáveis tem sido a CVM. Esta ação se estende desde a inclusão de informações sobre riscos ambientais e sociais no Formulário de Referência à Resolução 193/2023 que instituiu a possibilidade de companhias e securitizadoras de publicarem seus reportes sobre sustentabilidade segundo os novos padrões ISSB (IFRS S1 e IFRS S2).

Em estudo publicado em maio de 2022, “A Agenda ASC e o Mercado de Capitais”, a CVM apresenta um estudo comparativo das ações de diversos países no campo regulatório das finanças sustentáveis (CVM, 2022, pp 8, 9 e 48). Neste estudo, a CVM ressalta os aperfeiçoamentos na divulgação de informações obrigatórias sobre este tema.

A melhora na qualidade e quantidade de informações tem na explicitação e no gerenciamento de riscos uma preocupação central.

A este documento, seguiu-se a publicação do seu Plano de Ação em Finanças Sustentáveis – 2023-2024 em outubro de 2023 em que a Autarquia enumera suas metas e objetivos para fomentar as finanças sustentáveis:

“i. aprimoramento e criação de normas específicas; ii. supervisão e combate ao greenwashing; iii. orientação a participantes do mercado; iv. educação para o investidor; v. capacitação dos servidores da Autarquia; vi. integridade institucional; e vii. transparência ativa às iniciativas sustentáveis promovidas pelo regulador do mercado de capitais” (CVM, 2023, p. 5)

Neste documento a CVM detalha 17 iniciativas que compõem sua pauta para os anos de 2023 e 2024, apontando novas medidas a serem tomadas e aperfeiçoamentos nas normas já existentes.

Em conformidade com a política adotada de aperfeiçoamento das informações sobre sustentabilidade, em outubro de 2023 a CVM publicou a Resolução 193 que dispõe sobre a publicação de relatórios com base no padrão internacional emitido pelo ISSB (IFRS S1 e IFRS S2). Por essa resolução, seu uso é facultativo a partir dos exercícios sociais iniciados em, ou após, 1º de janeiro de 2024. E será obrigatório para companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras a partir dos exercícios sociais iniciados em, ou após, 1º de janeiro de 2026.

Este debate tem sido conduzido por um significativo grupo de organizações, que buscaram por anos um consenso, e que chegaram, finalmente, a um entendimento sobre suas diferenças e suas possíveis convergências. Apesar de virem consolidando posições distintas sobre o conceito fundamental de materialidade, essas organizações, reconhecendo mutuamente a importância e complementaridade de suas abordagens, seguem trabalhando para estabelecer a assim chamada interoperabilidade, ou seja, formas de compatibilização entre as normas que produzem. Apesar de serem, em teoria, complementares, a conciliação prática dessas diferentes abordagens é ainda um grande desafio.

Nesse sentido, está hoje em curso uma importante movimentação entre as organizações envolvidas na produção de referenciais para analisar, avaliar e orientar negócios tendo em vista aspectos da sustentabilidade. Não se trata só da criação de novos instrumentos, mas do reposicionamento dos principais atores do campo. Pela magnitude do movimento e pelas suas implicações na dinâmica do campo em que se insere esta discussão, é algo que precisa ser mencionado.

MATERIALIDADE FINANCEIRA

Por um lado, como resultado de uma série de diálogos e cooperações pontuais iniciadas ainda em 2014, foi anunciada, em novembro de 2021, a criação do International Sustainability Standards Board (ISSB), no âmbito da IFRS.

Reunindo os legados de importantes iniciativas nesse campo como a da International Integrated Reporting Council (IIRC), Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e Climate Disclosure Standards Board (CDSB) e iniciativas do Fórum Econômico Mundial) e alavancado pela relevância da IFRS, o ISSB nasceu com grande importância, e já em junho de 2023, publicou seus dois primeiros standards, denominados IFRS S1 e IFRS S2. No primeiro, são alinhadas as obrigações gerais de divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade e no segundo são definidos os parâmetros das informações relacionadas especificamente às questões das mudanças no clima.

Em ambos casos, o ISSB adota como perspectiva, declaradamente, a chamada materialidade financeira, ou seja, estabelece: (i) que os reportes a serem produzidos com base em suas normas têm como usuários primários os investidores, credores e outros financiadores da empresa; e (ii) que devem ser consideradas materiais apenas as informações sobre aspectos de sustentabilidade cuja omissão, distorção ou obscurecimento possa prejudicar o entendimento desses usuários em relação às perspectivas da empresa quanto ao seu fluxo de caixa, acesso a recursos financeiros ou custo de capital, no curto, médio ou longo prazos (IFRS S1, 2023). Como se vê, as normas dizem respeito à sustentabilidade, porém as “filtram” com base em uma relevância estritamente vinculada a aspectos financeiros e avaliada pela lente dos stakeholders financeiros.

Aqui é importante destacar que a opção do ISSB pela materialidade financeira vem acompanhada da ideia de que a geração de valor econômico na empresa provoca impactos que interessam não apenas aos investidores e outros interessados financeiros, mas, também, a todos os stakeholders envolvidos na sua cadeia de valor.

Em outras palavras, baseia-se no princípio de que, se os gestores das empresas e dos investimentos dispuserem de informações claras, mais eficientes serão as empresas, melhor será a alocação de recursos, maior o valor compartilhado em toda a cadeia de produção e consumo e, finalmente, maior o bem-estar para toda a sociedade. Como se pode ver, é a mesma base lógica adotada na perspectiva ESG, citada em seção anterior.

“A IFRS S1 afirma que as informações sobre riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade são úteis aos investidores porque a capacidade de uma empresa de gerar os fluxos de caixa de curto, médio e longo prazo estão inexoravelmente ligadas às interações entre a empresa e seus stakeholders, a sociedade, a economia e o ambiente natural em toda a cadeia de valor da empresa.

Juntos, uma empresa e seus recursos e relacionamentos ao longo de sua cadeia de valor formam um sistema interdependente com as operações da empresa. As dependências da empresa e seus impactos sobre esses recursos e relacionamentos dão origem aos riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade.

A IFRS S1 não exige que uma empresa forneça informações sobre todos os riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade. Em vez disso, **este standard exige que uma empresa divulgue informações sobre todos os assuntos relacionados à sustentabilidade e a riscos e oportunidades que, sob condições razoáveis, podem ser afetar suas 'perspectivas' - seus fluxos de caixa, acesso a financiamento ou custo de capital no curto, médio ou longo prazo.**” (IFRS FOUNDATION, 2023, p. 9, tradução nossa, negrito nosso).

Também é inequívoca a adesão do standard relativo às questões de mudança no clima – IFRS S2 – à materialidade exclusivamente financeira:

“A IFRS S2 exige que uma empresa identifique como os riscos e oportunidades relacionados ao clima afetaram sua posição financeira, desempenho financeiro e fluxos de caixa para o período de relatório. Por exemplo, uma empresa pode divulgar como a redução no valor recuperável de um ativo foi afetada por sua estratégia de gestão de transição energética. Ou a empresa pode identificar como um investimento em novas tecnologias refletidas na declaração de posição financeira está relacionado à sua estratégia de buscar uma oportunidade relacionada com o clima.

“A empresa também é obrigada a explicar a previsão dos efeitos dos riscos e oportunidades relacionados com o clima na sua posição financeira, desempenho financeiro e fluxos de caixa no curto, médio e longo prazo. Por exemplo, uma empresa pode divulgar os efeitos financeiros antecipados de sua transição para uma economia de baixo carbono, como o aumento da receita de produtos e serviços ou custos antecipados associados com adaptação ou mitigação climática.” (IFRS FOUNDATION, 2023, p. 17, tradução nossa).

Em resumo, os dois standards publicados pelo ISSB em junho de 2023 têm por objetivo incluir o tema sustentabilidade no conjunto de informações a serem reportadas pelas empresas com o objetivo de atender as demandas dos investidores e outros interessados nos riscos e oportunidades no que tange às suas próprias operações e à sua cadeia de valor. A adoção destes standards foram recomendados pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO). A CVM facultou a sua adoção pelas companhias e securitizadoras brasileiras a partir do ano fiscal de 2024 e obrigatória a partir de 2026..

Estes reportes não têm o objetivo de oferecer informações a uma gama mais ampla de interessados. Mais ainda, consideram relevantes apenas as informações que impactam ou que podem impactar as avaliações de investidores, financiadores e outros credores, como as autoridades tributárias.

Ainda sobre a opção do ISSB pela materialidade financeira, é muito importante destacar dois aspectos fundamentais: (i) o posicionamento de que os standards IFRS S1 e IFRS S2 não devem ser tomados como um objetivo final no que diz respeito ao fornecimento de informações sobre sustentabilidade, mas apenas como uma “base mínima comum” e, (ii) a previsão de que os relatos baseados nesses standards sejam complementados por outros conjuntos de informações, definidos conforme cada jurisdição ou situação específica.

Esse posicionamento tem sido apelidado de “abordagem em building blocks”: blocos que vão se encaixando para formar o reporte final. Nessa metáfora, os standards do ISSB são a base, à qual deverão ser acoplados os blocos adicionais.

À medida que se dissemine o uso desses e de outros standards produzidos pelo ISSB, será essencial lembrar desse ponto, mitigando o risco de que a “base mínima” seja tomada como referência absoluta e usada como se, sozinha, fosse suficiente para suprir tudo que se espera dos relatos de sustentabilidade.

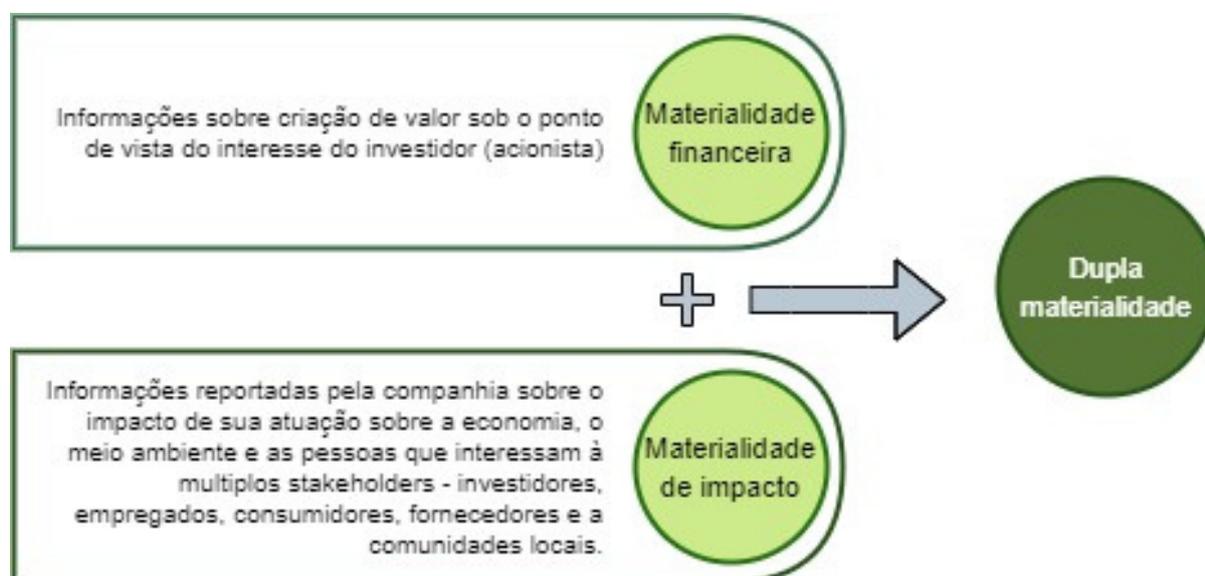
Um “nivelamento por baixo” seria altamente prejudicial aos interesses de parte dos stakeholders, mas também das empresas que têm adotado perspectivas amplas e abrangentes sobre sustentabilidade empresarial.

DUPLA MATERIALIDADE

Um destacado exemplo de abordagem complementar à base proposta pelos standards do ISSB são os European Sustainability Reporting Standards (ESRS) oficialmente aprovados pela Comissão Europeia em 2023, e que, por determinação legal, deverão gradualmente passar a ser adotados pelas empresas da União Europeia, já a partir de 2024. Esses standards tratam de um conjunto mais amplo de informações, relevantes não só para os credores e financiadores, mas para todos os stakeholders. Este conjunto se constitui no que é chamada de dupla materialidade, unindo a materialidade financeira e a chamada materialidade de impacto. Esta última compreende as informações que a empresa reporta sobre os impactos negativos e positivos de sua atividade sobre toda sua rede de stakeholders, incluindo aí o meio ambiente. Cabem, também, as práticas que a empresa adota para reduzir seus impactos negativos ou aumentar os impactos positivos.

Assim, um reporte completo dos impactos da empresa deveria contemplar não só os impactos relevantes (“materiais”) devido às suas implicações financeiras, mas também, devido às implicações relevantes dos impactos sociais e ambientais da sua atuação. No Brasil, essa perspectiva, de dupla materialidade, é a recomendada pela norma ABNT PR-2030, publicada em dezembro de 2022.

Figura 4: Dupla materialidade



Fonte: GRI (2022, p. 2)



As abordagens adotadas nos ESRS e na ABNT PR-2030 estão em linha com a visão de materialidade da Global Reporting Initiative (GRI), uma organização internacional independente que ajuda as empresas e outras organizações a publicarem relatórios de sustentabilidade, fornecendo-lhes uma linguagem comum global para essa tarefa. Desde sua fundação, em 1997, a GRI se notabilizou por produzir diretrizes para o relato de sustentabilidade empresarial sendo hoje a mais difundida no mundo inteiro.

O processo de materialidade preconizado pela GRI é realizado com base em todos os impactos gerados pela organização. São consideradas como "materiais" aquelas questões que têm um efeito significativo na economia, meio ambiente, nas pessoas e sociedade em geral, bem como sobre as expectativas e interesses das partes interessadas internas e externas.

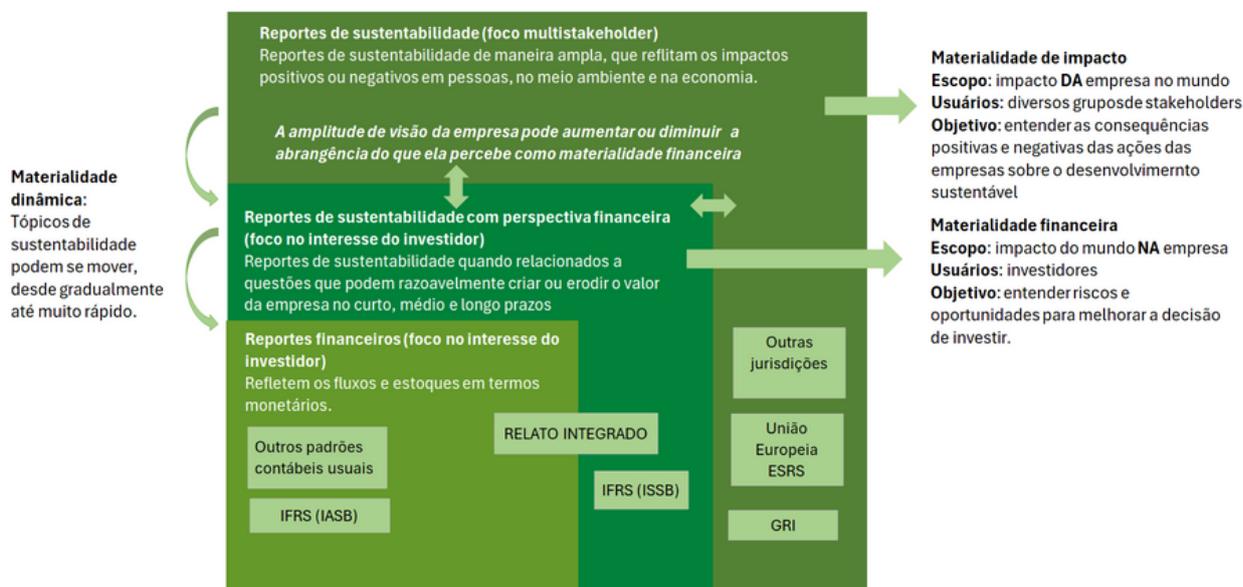
Por sua vez, esses impactos negativos advindos das atividades da empresa podem se tornar riscos significativos, afetando negativamente a organização de várias maneiras, incluindo multas, questões regulatórias, danos à imagem e perda de competitividade e oportunidades. Esses fatores, evidentemente, podem ser conectados à erosão ou criação de valor da empresa.

A partir de 2016, tendo concluído reformas em sua governança e criado uma instância denominada Global Sustainability Standard Board - GSSB, a GRI, que desde o início apresentava suas recomendações sob a forma de diretrizes (orientações técnicas menos rígidas, não destinadas a auditoria) passou a posicionar-se como uma organização de normalização, passando a configurar suas orientações como Normas para Relato de Sustentabilidade.

As Normas da GRI são as mais utilizadas no mundo hoje pois podem ser aplicadas independentemente do setor ou porte. Adicionalmente, há atualmente um amplo programa de elaboração de Normas Setoriais - para setores como petróleo e gás, carvão, financeiro, mineração - e também sobre temas específicos como clima, trabalho, direitos humanos, biodiversidade e outros..

A Figura 5 ilustra a perspectiva dos “building blocks”, destacando as diferenças e a complementaridade entre as perspectivas de materialidade financeira e de impacto, e identificando as organizações e referenciais que as adotam.

Figura 5: “Building blocks”: perspectivas complementares sobre materialidade



Fonte: Belinky (2023, p. 54) adaptado de IFRS Foundation (2022, p. 7) e IFRS Foundation (2020, p.5).

Considerando a urgente necessidade de produção de informações para orientar a alocação de capitais a partir de uma perspectiva mais ampla, parece-nos claro que os standards do ISSB (IFRS S1 e S2) são um grande avanço em relação ao que tínhamos antes. A inclusão dos temas ambientais e sociais, e as mudanças climáticas em especial, nos relatórios integrados das companhias é desejável e oferecerá aos interessados um novo conjunto de informações relevantes, especialmente para os investidores. Tem o declarado objetivo de atender aos investidores interessados na integração ESG.

Todavia, por essas normas, impactos que a atuação das empresas tenham sobre o desenvolvimento sustentável e que não sejam percebidos como financeiramente relevantes permanecerão de fora, pois não estão incluídos no que seria julgado como de interesse para investidores e credores.

Esses “outros impactos”, no entanto, são o foco do investimento de impacto, contemplados apenas quando se considera a perspectiva da dupla materialidade. Por esta , e outras razões, é fundamental discutir o reporte de impactos de maneira mais ampla.

AVALIAÇÃO DOS IMPACTOS

A mensuração dos impactos das empresas – positivos e negativos – permanece uma questão em aberto. Esta mensuração seria desejável tanto para os investidores em negócios de impacto, por definição preocupados com o impacto dos seus investimentos, como também para todos aqueles preocupados com a responsabilidade social e ambiental das empresas, o que inclui uma gama bastante ampla de stakeholders de negócios em geral. Com certeza, esta informação, apesar de dificilmente apropriável pelos gestores profissionais de ativos, seria útil aos investidores finais em fundos ESG que, como vimos acima, têm uma preocupação com os resultados produzidos pelos seus investimentos, para além do resultado meramente financeiro.

Esta tem sido o foco dos trabalhos realizados pela International Foundation for Valuing Impacts (IFVI). Esta é uma organização bastante nova – foi criada em 2022 – mas que dá sequência aos trabalhos de desenvolvimento do método Impact Weighted Accounting, iniciados pela equipe do professor George Serafeim na Harvard Business School. Este método busca medir as externalidades positivas e negativas de maneira monetária:

“Fundamentalmente, a monetização do impacto trata de uma tradução: converter métricas não intuitivas de diversas áreas acadêmicas distintas, como ciências ambientais, saúde pública, gestão de recursos humanos e políticas públicas, em unidades monetárias que possam ser compreendidas por membros do conselho, líderes seniores, investidores, funcionários e clientes. A contabilidade financeira e a contabilidade de impacto monetizado são processos dinâmicos e em constante evolução que fornecem um contexto importante para os tomadores de decisão. No entanto, os profissionais da monetização do impacto não têm a visão de uma única metodologia estática para determinar o valor das externalidades sociais e ambientais.” ZOCHOVSKY, PANELLA, CARPENTER, 2022.

Ainda é um método pouco usual e seu desenvolvimento, como o próprio Serafeim afirma, ainda será objeto de muitos aperfeiçoamentos, como todo método contábil foi ao longo das décadas.

Esta é uma tentativa que aproxima investimentos ESG e de impactos. A medição do impacto dos negócios interessa a todos, não apenas aos investidores de impacto.

Uma instituição que tem buscado uma metodologia de incorporação dos impactos dos negócios aos instrumentos de reporte empresarial, gestão e apoio à decisão é a International Foundation for Valuing Impacts (IFVI) que publicou em agosto de 2023 um draft para comentários do seu “Conceptual Framework for Impact Accounting”.

CONCLUSÕES

A Aliança pelo Impacto tem por objetivo fortalecer o ecossistema dos investimentos e negócios de impacto e esta missão permanece atual na nossa visão.

Este texto buscou distinguir esta categoria de investimentos dos hoje muito conhecidos “investimentos ESG”. Mesmo diferentes, estes dois segmentos compartilham a origem comum – a preocupação dos investidores finais com questões ambientais, sociais e de relacionamento da gestão empresarial com os seus stakeholders.

Os campos do investimento de impacto e ESG, partes do conjunto de investimentos social e ambientalmente responsáveis, têm em comum a disposição dos investidores finais para realizar investimentos com base em princípios éticos, isto é inegável. Os dados apresentados mostram isto. Por outro lado, na prática dos gestores de ativos profissionais, há significativas diferenças.

Estas diferenças levam à necessidade de classificação, porém é preciso lembrar que tipologia implica em escolhas ad hoc. Se o critério de classificação fosse, por exemplo, a rentabilidade, a classificação seria completamente outra. Investimentos com meta em rentabilidade próxima à média do mercado não poderiam ser classificados junto àqueles que têm como meta apenas rentabilidade positiva. Em qualquer caso, há sempre uma zona cinzenta localizada nas fronteiras entre um tipo ou outro. Por exemplo, investimentos de impacto que tenham como meta uma remuneração muito baixa podem ser confundidos com filantropia, e aqueles cuja meta de impacto seja muito modesta podem ser confundidos com investimentos ESG cujo objetivo inclua, dentre as medidas de mitigação de risco, a minimização ou compensação dos impactos negativos do investimento.

Na prática, a identificação de um **investimento de impacto** pode ser feita com base nos critérios com que os asset managers escolhem e gerem o portfólio: os resultados do ponto de vista social e ambiental são parte do objetivo a ser atingido e, por isso, considerados como fatores relevantes e analisados à parte. Uma análise tridimensional – retorno, risco e impacto – garante que os resultados do ponto de vista social e ambiental sejam considerados, senão maximizados, dependendo da tese de investimento acertada entre o investidor final e o administrador. Metas de desempenho físicas – como vagas criadas em creches, atendimentos médicos, casas reformadas a baixo custo – podem fazer parte do objetivo do investimento e ser compatibilizadas com a taxa de retorno esperada e o risco assumido pelo investidor.

Já no caso do **ESG**, fatores ambientais, sociais e de governança estão presentes na escolha da carteira de investimento, porém como integrantes da análise de risco. Daí, por exemplo, a importância atribuída à reputação pelos administradores de investimento, conforme pesquisa mencionada mais acima.

Para os gestores, estes fatores são na maioria das vezes riscos a serem mitigados. O uso das informações sobre estes temas pelo gestor, a chamada integração ESG, vem se tornando mais e mais próxima ao mainstream dos investimentos convencionais não por razões éticas subjetivas, mas como fundamentais para uma análise de risco-retorno mais eficiente. Buscam-se as melhores taxas de retorno e para isto, segundo a teoria econômica neoclássica, é preciso que se incorporem às decisões todas as informações relevantes disponíveis, o que leva à integração dos fatores ESG à tomada de decisões.

É certo que **quanto mais próxima for a relação entre o investidor final e o administrador, mais os princípios éticos do investidor serão considerados pelo gestor**. Por isso, nem sempre é fácil distinguir um fundo de investimento de impacto de um fundo ESG.

Ademais, cientes da demanda cada vez maior de engajamento dos investidores em causas sociais e ambientais, o material de propaganda dos fundos ESG ressalta esta preocupação com questões éticas. Exatamente por isto, alguns órgãos reguladores e autorreguladores, como a CVM e a Anbima, têm buscado regulamentar o material de propaganda e as denominações dos fundos.

Em síntese, podemos dizer que **para o Investimento ESG, a contribuição para a sustentabilidade (geração de impacto positivo) é uma "externalidade mais provável" (decorrente da boa gestão dos aspectos ESG relevantes para o negócio), mas não um objetivo em si mesma**. Já para o Investimento de Impacto, existe, de fato, uma função dupla, que visa o balanço desejado entre dois objetivos (impacto e rentabilidade), ambos igualmente importantes, e por consequência, alvo de gestão rigorosa e de objetivos bem definidos.

Nesse quadro, um investimento ser considerado ótimo tanto pela perspectiva ESG quanto quanto pela de Impacto seria uma coincidência improvável: uma situação em que uma alta ambição da intencionalidade na geração de impacto estaria plenamente satisfeita pela simples adoção de boas práticas ESG, sem a necessidade de qualquer trade off entre rentabilidade e impacto positivo.

Importante notar, ainda, que as constatações aqui apresentadas implicam na necessidade de diferenciar os mandatos dos gestores de investimentos ESG e dos gestores de fundos de impacto.

Também os reportes dos investimentos tendem a ser diferentes. Os reportes das empresas que seguirem o padrão do ISSB atenderão os requisitos necessários aos fundos ESG, mas, caso se limitem a apenas esse padrão, não incorporarão considerações relativas aos impactos relevantes para outros stakeholders que não os investidores, financiadores e outros credores.

Já os investimentos de impacto requerem reportes mais amplos, como, por exemplo, a dupla materialidade e a quantificação ou monetização dos impactos positivos e negativos gerados pelo negócio.

Vemos, no contexto da realidade brasileira, o crescimento dos investimentos social e ambientalmente responsáveis como parte de um processo de amadurecimento da ideia de desenvolvimento sustentável buscado por uma parcela crescente da sociedade brasileira. Por isso, o diálogo entre os dois campos – investimentos de impacto e ESG – pode indicar caminhos para que o nosso País possa voltar a crescer sem incorrer nos erros do passado, que nos tornaram um dos países mais desiguais do mundo e com graves danos aos nossos ecossistemas mais frágeis e grupos sociais mais vulneráveis.

REFERÊNCIAS

ARCHER, Matthew. **The ethics of ESG Sustainable finance and the emergence of the market as an ethical subject** —Journal of Global and Historical Anthropology 93 (2022): 18–31, disponível em <https://www.graduateinstitute.ch/library/publications-institute/ethics-esg-sustainable-finance-and-emergence-market-ethical-subject>, consultado em 28/07/23.

BARBER, B.M., MORSE, A., YASUDA, A. **Impact Investing** dezembro/2019, NBER Working Paper No. 26582, 59 pág., disponível em <https://www.nber.org/papers/w26582> consultado em 28/07/23.

BELINKY, A. **Partes interessantes ou partes interessadas?** GV Executivo, V. 22 N. 4 (2023): TRANSFORMAÇÃO DIGITAL, disponível em <https://periodicos.fgv.br/gvexecutivo/article/view/90126/84832>.

BOFFO, R., PATALANO, R. , **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges**, 2020, OECD Paris, 88 páginas, disponível em www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf consultado em 28/07/23.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários), **A agenda ASG e o mercado de capitais - Uma análise das iniciativas em andamento, os desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM**. Rio de Janeiro, agosto de 2022, disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-estudo-sobre-esg-e-o-mercado-de-capitais>

CVM - Comissão de Valores Mobiliários), **Finanças Sustentáveis - Plano de Ação**, Rio de Janeiro, outubro de 2023, disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/acao-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-acao-de-financas-sustentaveis/plano_de_acao_financas_sustentaveis_cvm_bienio_2023_2024.pdf

CUNHA, F. A. F. S., MEIRA, E., ORSATO, R. J. **Sustainable finance and investment: Review and research agenda** Business, Strategy and Environment, 2021;30:3821–3838. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/bse.2842> consultado em 28/07/23.

Gianoncelli, A., Picón MartínezA., Manual do Investimento para Impacto EVPA – European Venture Philanthropy Association – outubro/2020 – disponível em https://www.evpa.ngo/sites/www.evpa.ngo/files/publications/EVPA_Investing_for_Impact_Toolkit_2020_P1.pdf consultado em 31/08/2023.

GRIM, D. M., BERKOWITZ, D. B. ESG, SRI and impact investing: a primer for decision making , Vanguard Research, Agosto/2018, 27 páginas, disponível em <https://www.ch.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/esg-a-primer-for-decision-making-eu-en-pro.pdf> consultado em 28/07/23.

HALBRITER, Gerard, DORFLEITNER, Gregor **The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing** Review of Financial Economics, 26 (2015) 25–35, disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1016/j.rfe.2015.03.004> consultado em 28/07/23.

IFRS FOUNDATION ISSB's proposed IFRS® Sustainability Disclosure Standards, abril de 2022, pág. 7, disponível em <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/climate-related-disclosures/supporting-materials/issb-webinar-presentation-april-2022.pdf> consultado em 22/08/2023.

IFRS FOUNDATION Project Summary IFRS Sustainability Disclosure Standards , junho de 2023, disponível em <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/project-summary.pdf> consultado em 22/08/2023.

International Foundation for Valuing Impacts (IFVI) **Conceptual Framework for Impact Accounting (EXPOSURE DRAFT)**, Agosto/2023, disponível em https://ifvi.org/wp-content/uploads/2023/10/IFVI_VBA_Public-Exposure-DRAFT_General-Methodology-1_Letter.pdf

IFRS FOUNDATION **Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting**, setembro de 2020, pág. 5, disponível em <https://sasb.org/wp-content/uploads/2023/01/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf> consultado em 22/08/2023.

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Taxonomia Sustentável Brasileira**, Brasília, setembro de 2023, disponível em <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/aceso-a-informacao/acoes-e-programas/transformacao-ecologica/publicacoes/taxonomia-sustentavel-brasileira-21-09-2023.pdf>

MATOS, Pedro **ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: a Critical Review**, 2020, CFA Institute Research Foundation, 82 pág., disponível em junho <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.pdf> consultado em 28/07/23.

PEREZ, L., HUNT, V., SAMANDARI, H., NUTTALL, R., BINJEK, K. Does ESG really matter — and why? McKinsey Quarterly, 2022, agosto, 9 páginas. Disponível em <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/does-esg-really-matter-and-why> consultado em 28/07/23.

PRZYCHODZEN, J., GÓMEZ-BEZARES F., PRZYCHODZEN, W , LARREINA, M. **ESG ISSUES AMONG FUND MANAGERS—FACTORS AND MOTIVES**, SUSTAINABILITY 2016, 8, 1078, 19 PÁG., DISPONÍVEL EM [HTTPS://ECONPAPERS.REPEC.ORG/ARTICLE/GAMJSUSTA/V_3A8_3AY_3A2016_3AI_3A10_3AP_3A1078-_3AD_3A81238.HTM](https://econpapers.repec.org/article/GAMJSUSTA/V_3A8_3AY_3A2016_3AI_3A10_3AP_3A1078-_3AD_3A81238.HTM) CONSULTADO EM 28/07/23.

PWC **Exponential expectations for ESG 2022**, disponível em <http://www.pwc.com/awm-revolution-2022> . consultado em 28/07/23.

SALTUK, Yasemin **A Portfolio Approach to Impact Investment** Global Social Finance Research, outubro/2012, J.P. Morgan, 48 páginas, disponível em <https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2015/08/A-Portfolio-Approach-to-Impact-Investment.pdf> consultado em 28/07/23.

TOWNSEND, Blaine. **From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing** . The Journal of Impact and ESG Investing, 2020, v.1, n.1, 18 páginas, disponível em <https://www.pm-research.com/content/pmrjesg/1/1/10> consultado em 28/07/23.

ZOCHOVSKY, T. R., PANELLA, K., CARPENTER, B. **Fair Accounting**, fevereiro/2022, Stanford Social Innovation Review, disponível em https://ssir.org/articles/entry/fair_accounting# consultado em 28/07/23.

SOBRE A ALIANÇA PELO IMPACTO

A Aliança é uma iniciativa criada em maio de 2014 para fomentar o ecossistema de investimentos e negócios de impacto. Atuamos por meio de quatro estratégias principais:

1. Formação e Produção de Conhecimento
2. Articulação Nacional
- 3 Articulação Internacional
4. Influência em Políticas Públicas

A Aliança representa o Brasil no Global Steering Group on Impact Investing – GSG que é uma organização com sede no Reino Unido que tem como missão fomentar o ecossistema global de investimentos e negócios de impacto.

Nossa **Missão** é articular nossa rede de relações para atrair investidores, empreendedores, governos e parceiros para que façam acontecer modelos de negócios rentáveis que resolvam problemas sociais ou ambientais e, com isso, mudem a mentalidade sobre como gerenciar recursos e necessidades da sociedade.

Nossa **forma de atuar** inclui:

- Produção de conteúdo próprio e apoio a estudos e publicações de terceiros;
- Monitoramento e reporte periódico de ações/projetos relevantes para avanço da agenda;
- Acompanhamento da agenda e representação do Brasil no ecossistema global de impacto positivo;
- Fomento e participação em grupos de trabalho temáticos;
- Engajamento de atores chave na agenda
- Fomento a iniciativas inovadoras que façam avançar temas estratégicos.

CONTATO

contato@aliancapeloimpacto.org.br

www.aliancapeloimpacto.org.br/



CRÉDITOS DAS IMAGENS

Capa: Imagem de Sergio Souza por Pexels

Página 7: Imagem de [Peggychoucair](#) por [Pixabay](#)

Página 9: Imagem de [CDC_por](#) Pexels disponível em [Canva.com](#)

Página 14: Imagem de [Qubes Pictures](#) por [Pixabay](#)

Página 15: Imagem de [Hanka](#) por [Pixabay](#)

Página 17: Imagem de [Guto Esmeraldo](#) por [Pixabay](#)

Página 23: Imagem de [Peter Schmidt](#) por [Pixabay](#)

Página 31: Imagem de [ramison](#) por [Pixabay](#)

