

SOPHIA PAWLASKI E CUNHA

**DESENVOLVIMENTO E APLICAÇÃO DE PROCESSO PARA CRIAÇÃO DE
PRODUTOS FINANCEIROS**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para
obtenção do Diploma de Engenheiro de
Produção.

São Paulo

2020

SOPHIA PAWLASKI E CUNHA

DESENVOLVIMENTO E APLICAÇÃO DE PROCESSO PARA CRIAÇÃO DE
PRODUTOS FINANCEIROS

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para
obtenção do Diploma de Engenheiro de
Produção.

Orientador: Professor Dr. André Leme
Fleury

São Paulo

2020

FICHA CATALOGRÁFICA

CUNHA, SOPHIA DESENVOLVIMENTO E APLICAÇÃO DE UM PROCESSO PARA CRIAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS / S. CUNHA -- São Paulo, 2020. 141 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Departamento de Engenharia de Produção.

1.STARTUP GARAGE INNOVATION PROCESS 2.DESIGN THINKING
3.LEAN STARTUP 4. PRODUTOS FINANCEIROS 5.ASG

I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

*Man's mind, once stretched by a new idea,
never regains its original dimensions.*

(Oliver Wendell Holmes)

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar minha mais profunda gratidão:

Aos meus pais, padrinhos e primos que me mostraram as possibilidades do mundo, proporcionaram a base necessária, aconselharam ao longo da jornada e apoiaram até aqui.

Aos meus amigos que estiveram comigo ao longo da jornada, disponíveis para o que fosse necessário.

À Universidade de São Paulo, em especial à Escola Politécnica, que me proporcionou não só a formação como Engenheira de Produção, mas também experiências ricas e amizades únicas.

Ao meu orientador, Prof. Dr. André Fleury, que se fez essencial no desenvolvimento deste trabalho através de longas discussões, paciência e ensinamentos transmitidos durante a orientação do projeto.

Aos colegas de trabalho que contribuíram para minha formação pessoal e profissional.

Em memória aos meus entes queridos que foram vítimas do COVID-19 neste ano: meu tio Moisés e minha tia-avó Iracema, duas grandes inspirações.

RESUMO

Este Trabalho apresenta o desenvolvimento e aplicação de um método inovador para a criação de produtos financeiros a partir da perspectiva dos principais clientes de uma gestora de recursos tradicional. O método utiliza como base o *Startup Garage Innovation Process*, que engloba o Design Thinking e o *Lean Startup*. O produto desenvolvido é um Fundo de Investimentos em Ações que aplica fatores ASG no processo de análise e tomada de decisão. Neste Trabalho, a autora propõe um método que envolve a definição da proposta de valor do produto, o entendimento profundo das necessidades dos clientes e a validação das hipóteses levantadas através de testes e entrevistas.

A primeira etapa do método, a Exploração, é voltada à compreensão da realidade de mercado em que o produto está inserido por meio de pesquisa secundária. Em seguida, busca-se conhecer a realidade das partes interessadas por meio da pesquisa primária, observação e vivência (Imersão). São realizadas a sintetização das informações obtidas (Síntese) e a criação de possíveis soluções para o problema percebido (Ideação) através de ferramentas de *Design Thinking*. Por fim, inicia-se a fase de Implementação que é iterativa e é composta por três dimensões: Modelo de Negócios, Hipóteses e Testes. Dentro desta etapa são realizadas a prototipação da solução escolhida e a validação com clientes potenciais. Ao fim das iterações há a avaliação se o produto proposto é viável ou não do ponto de vista de *product market fit*, em que os resultados das etapas anteriores são avaliados e é decidida a continuidade ou não do projeto.

O resultado apresentado neste Trabalho é o desenvolvimento de um método voltado para a criação de produtos inovadores em ambientes tradicionais e a primeira aplicação no desenvolvimento de um produto financeiro. O desenvolvimento do produto foi bem sucedido, com hipóteses validadas por meio da aceitação e interesse dos clientes alvo da gestora. O Fundo de Investimento ASG desenvolvido teve captação de recursos financeiros relevante em tempo recorde para a gestora por meio de seus clientes institucionais. O produto será disponibilizado em breve para clientes de varejo.

Palavras-chave: *Startup Garage Innovation Process*, *Design Thinking*, *Lean Startup*, Desenvolvimento de Produto, ASG, ESG, Fundos de Investimento, Investimento Responsável.

ABSTRACT

This paper presents the development and application of an innovative method for the creation of financial products from the perspective of the main clients of a traditional asset manager. The method uses the Startup Garage Innovation Process as a base, which includes Design Thinking and Lean Startup. The product developed is a Public Equity Fund that applies ESG factors in the analysis and decision-making process. In this paper, the author proposes a method that involves the definition of the product value proposal, a deep understanding of customers' needs, and the validation of hypotheses raised through tests and interviews.

The first stage of the method, Explore, is aimed at understanding the market reality in which the product is inserted through secondary research. Then, it seeks to know the reality of the interested parties through primary research, observation, and experience (Immerse). The information obtained is synthesized (Synthesis) and the creation of possible solutions to the perceived problem (Ideate) through Design Thinking tools. Finally, the Invent and Implement phase begins, which is iterative and consists of three dimensions: Business Model, Hypotheses and Tests. Within this stage, the prototyping of the chosen solution and the validation with potential customers are carried out. At the end of the iterations, there is an assessment of whether the proposed product is viable or not from the point of view of product market fit, in which the results of the previous steps are evaluated, and the continuity of the project is decided.

The result presented in this work is the development of a method aimed at creating innovative products in traditional environments and the first application in the development of a financial product. The product development was successful, with hypotheses validated through the acceptance and interest of the manager's target customers. The ESG Fund developed had a successful financial fundraising in record time for the asset management firm through its institutional clients. The product will soon be made available to retail customers.

Keywords: Startup Garage Innovation Process, Design Thinking, Lean Startup, Product Development, ESG, Public Equity Fund, Responsible Investment, Socially Responsible Investing

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: <i>Startup Garage Innovation Process</i> (SGIP)	24
Figura 2: Design centrado no ser humano	25
Figura 3: Framework for innovation	26
Figura 4: O processo de Design.....	27
Figura 5: Quadro do diagrama de afinidade	34
Figura 6: Mapa de Empatia	35
Figura 7: Método de Brainstorming por Miller (2012)	37
Figura 8: Ciclo Construir-Medir-Aprender	39
Figura 9: Value Proposition Canvas.....	41
Figura 10: Test Card do VPC	43
Figura 11: Learning Card do VPC.....	44
Figura 12: Método proposto	47
Figura 13: Dimensões da etapa de Implementação	60
Figura 14: Cartão de teste.....	61
Figura 15: Cartão de Aprendizado.....	62
Figura 16: Matriz de Integração ASG	69
Figura 17: Divergências de Ratings pelas agências especializada	70
Figura 18: Matriz de Integração ASG adaptada ao Brasil.....	71
Figura 19: Evolução do preço das ações das empresas citadas em momentos de alta volatilidade	74
Figura 20: Evolução da eficiência de carbonos e performance da ação	76
Figura 21: Captura de tela do mapa de materialidade da SASB	82
Figura 22: Esquema de Integração ASG na Itaú Asset Management.....	86
Figura 23: Tela de resultados do BTG Digital	98
Figura 24: Resultados da busca na XP Investimentos.....	98
Figura 25: Diagrama de Afinidades	100
Figura 26: Diagrama de afinidades conectado	101
Figura 27: Mapa de Empatia do Cliente Institucional.....	103
Figura 28: Mapa de empatia do Cliente pessoa física	105
Figura 29: Framework de integração ASG desenvolvido	111
Figura 30: Dimensões do processo de Implementação	112
Figura 31: 1º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional	113
Figura 32: 1º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo	113
Figura 33: Cartão de Teste do Problema focada em clientes institucionais	115
Figura 34: Cartão de Teste do Problema focada em clientes de varejo.....	116
Figura 35: Cartão de Aprendizado do teste do problema de clientes institucionais.....	117
Figura 36: Cartão de Aprendizado do teste do problema de clientes de varejo	118
Figura 37: 2º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional.....	119
Figura 38: 2º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo.....	119
Figura 39: Cartão de Teste da Solução focada em clientes institucionais.....	121

Figura 40: Cartão de Teste da Solução focada em clientes de varejo	121
Figura 41: Cartão de Aprendizado do teste da solução de clientes institucionais	122
Figura 42: Cartão de Aprendizado do teste da solução de clientes de varejo	123
Figura 43: 3º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional	124
Figura 44: 3º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo	124
Figura 45: Cartão de Teste para Hipótese II.....	126
Figura 46: Cartão de Aprendizado do teste da Hipótese II.....	127
Figura 47: Framework de análise ASG da gestora	129
Figura 48: Passo a Passo do Score ASG da gestora	130
Figura 49: <i>Template</i> para resumir a análise ASG por empresa	131
Figura 50: Cartão de Teste para Hipótese III	132
Figura 51: Cartão de Aprendizado do teste da Hipótese III	133
Figura 52: 4º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional	134
Figura 53: 4º Canvas de proposição de valor para o cliente de Varejo	134

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução de signatários e ativos sob gestão de signatários do PRI	19
Gráfico 2: Média dos scores ASG e dos principais pilares dos melhores empregadores por satisfação do empregado versus a média dos empregadores	78
Gráfico 3: Média dos scores ASG e dos principais pilares dos melhores empregadores por atratividade percebida por estudantes e jovens profissionais versus a média dos empregadores	78
Gráfico 4: % de estudos mostrando correlação positiva entre ASG	80

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Análise SWOT.....	30
Tabela 2: Alphas anualizados para questões materiais e não materiais	81
Tabela 3: Análise OT.....	89
Tabela 4: Esferas ASG e seus subtópicos.....	107
Tabela 5: Análises sugeridas para cada subtópico ASG.....	108

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ASG - Ambiental, Social e Governança

CERES - *Environmentally Responsible Economies*

DT - *Design Thinking*

GISA - *Global Sustainable Investment Alliance*

GRI - *Global Reporting Initiative*

HCD - *Human Centered Design*

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

LS – Lean Startup

ONU - Organização das Nações Unidas

POV – *Point of View*

PRI - Princípios para o Investimento Responsável

RI - Investimento Responsável

ROA - Retorno sobre Ativos

ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

SASB - *Sustainability Accounting Standards Board*

SGIP - *Startup Garage Innovation Process*

SRI - *Socially Responsible Investing*

SWOT – *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threads*

VPC - *Value Proposition Canvas*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	18
1.1. Contexto.....	18
1.2. Problema	20
1.3. Objetivo	21
1.4. Justificativa	21
1.5. Estágio	22
1.6. Estrutura do Documento	22
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	23
2.1. Startup Garage Innovation Process (SGIP)	23
2.2. Design Thinking (DT)	24
2.2.1. Exploração.....	28
2.2.2. Imersão.....	30
2.2.3. Síntese	33
2.2.4. Ideação	36
2.2.5. Implementação	37
2.3. Lean Startup (LS).....	38
2.3.1. MVP	40
2.4. Value Proposition Canvas.....	40
2.4.1. Hipóteses	42
2.4.2. Testes e Aprendizados.....	42
3. MÉTODO.....	46
3.1. Exploração	48
3.1.1. Pesquisa Secundária	48
3.1.2. Benchmarking nacional.....	48
3.1.3. Benchmarking internacional	49
3.1.4. SWOT.....	49
3.2. Imersão.....	50
3.2.1. Observação	52
3.2.2. Vivência	53
3.3. Síntese.....	54
3.3.1. Diagrama de afinidades.....	54

3.3.2. Persona e Mapa de Empatia	55
3.3.3. POV	55
3.3.4. Requisitos	55
3.4. Ideação	56
3.5. Implementação	59
3.5.1. Value Proposition Canvas (VPC).....	60
3.5.2. Hipóteses	61
3.5.3. Testes.....	61
3.5.4. Aprendizados.....	62
4. RESULTADOS OBTIDOS	64
4.1. Exploração	64
4.1.1. Pesquisa Secundária	64
4.1.2. Benchmarking nacional.....	82
4.1.3. Benchmarking internacional	86
4.1.4. Análise OT	89
4.2. Imersão.....	89
4.2.1. Entrevista sobre o problema.....	89
4.2.2. Observação	96
4.2.3. Vivência	96
4.3. Síntese.....	99
4.3.1. Diagrama de afinidades	99
4.3.2. Persona e Mapa de Empatia	101
4.3.3. POV	106
4.3.4. Requisitos	106
4.4. Ideação	107
4.4.1. Esferas ASG e seus subtópicos	107
4.4.2. Aspectos ASG a serem analisados no processo de investimento.....	108
4.4.3. Framework de integração ASG	111
4.4.4. Motivação da gestora	111
4.4.5. Possibilidades de produto.....	112
4.5. Implementação.....	112
4.5.1. Descoberta do Cliente	112

4.5.2. MVP II.....	125
4.5.3. MVP III – Testar vendas	127
4.5.4. Aprovar ou pivotar?	135
5. CONCLUSÃO	136
6. BIBLIOGRAFIA.....	137

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

Nas últimas décadas, a preocupação com as esferas social, de governança e meio ambiente – chamadas ESG globalmente, ou ASG em português, acrônimo para Ambiental, Social e Governança - cresceram substancialmente no mundo, principalmente, pela percepção do desequilíbrio ambiental e social causado pelo foco das empresas em produção em massa, buscando economias de escala, estimulando demandas insustentáveis pela óptica da capacidade de carga do planeta. (ONU, 2019)

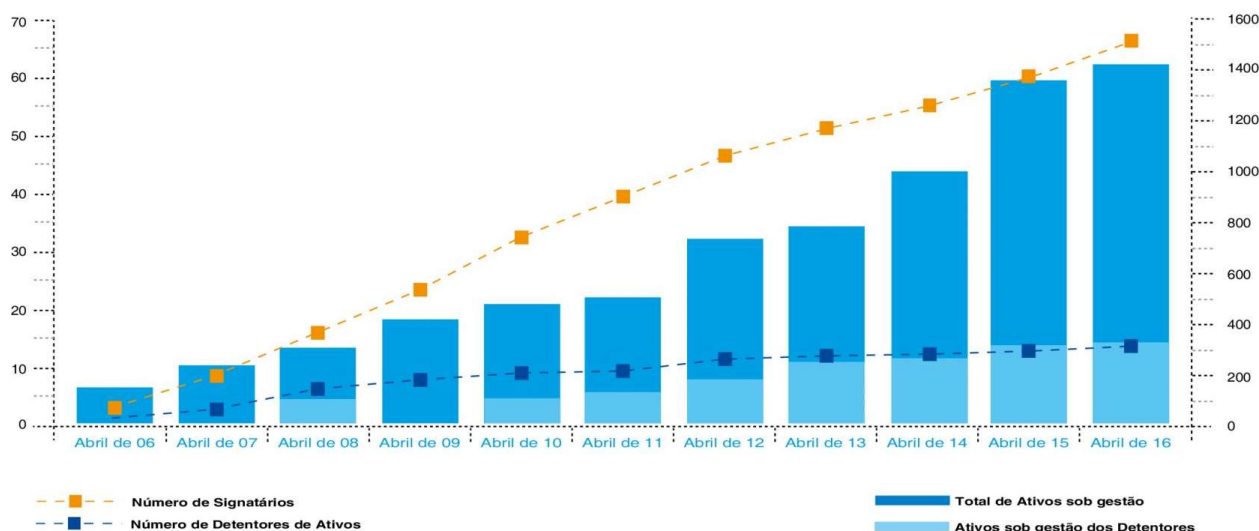
Notícias como derretimento de calotas polares, alteração nas condições climáticas, desmatamento ilegal, animais em extinção e intensificação da desigualdade social têm se tornado recorrentes. O mundo tem vivenciado grandes movimentos governamentais em prol da melhora das práticas globais a respeito de aspectos ambientais, sociais e de governança (ASG), como o Protocolo de Quioto, a Rio +20 e o Acordo de Paris. Com a percepção da crescente preocupação com aspectos ASG, as grandes empresas e investidores passaram a questionar quais seriam os futuros marcos regulatórios e quais os potenciais impactos e oportunidades nas suas atividades e investimentos. (ONU, 2019)

Por conta dos potenciais impactos e novas oportunidades que têm surgido, a indústria de investimentos vem se transformando, que passa por grande realocação de capital por parte dos investidores mais engajados com as temáticas socioambientais, que buscam fundos e ativos alinhados com seus princípios. Grandes alocadores de capital, como fundos soberanos, já restringiram investimentos em produtos financeiros ou ativos que não sigam princípios ASG. (PRI, 2019). Esse movimento de investidores começou na década de 60, com o nome de “Fundos Investimento Socialmente Responsáveis”, ou *Socially Responsible Investing* (SRI), em que alguns investidores passaram a excluir de seus portfólios investimentos em setores polêmicos, tais como álcool, tabaco, entretenimento adulto e equipamentos militares. Essa forma de investimento com motivação ética utilizou a triagem excludente para estreitar as possibilidades de investimento pela natureza do negócio, restringindo a construção de portfólio.

O objetivo principal até então era a criação de consciência social por meio de decisões de investimento enquanto os retornos financeiros eram deixados de lado (Sandberg, *et al.*, 2009).

Nesse momento o interesse em avaliar outros aspectos não financeiros aumentou significativamente e o SRI foi gradativamente transformado em *ESG Investing* (Investimentos ASG, em português), que considera todas as questões ambientais, sociais e de governança na avaliação de empresas e na tomada de decisões de investimento. De acordo com a *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), em 2016 o SRI representava 26,3% de todos os ativos administrados globalmente (GSIA, 2016). Além da maior demanda de investidores por produtos financeiros e ativos ASG, a análise de ativos colocando em foco os aspectos ASG também é uma ferramenta de gestão de riscos, que contribui para encontrar oportunidades de investimento de maior retorno (DUUREN et al., 2016). O PRI¹, por exemplo, atingiu 86 trilhões de dólares em total de ativos geridos por signatários em 2019, aproximadamente o dobro de 2014 e quatro vezes o valor de 2009, isto pode ser ilustrado no Gráfico 1. Em número de signatários, o PRI cresceu aproximadamente 10x em 13 anos (PRI, 2020).

Gráfico 1: Evolução de signatários e ativos sob gestão de signatários do PRI



Fonte: (PRI, 2019, p. 5)

¹ **Princípios para o Investimento Responsável** – iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU

Neste cenário, a gestora de recursos em que a autora trabalha está criando processo interno de análise de empresas, com foco em questões relacionadas à governança, sustentabilidade e meio ambiente, tendo como objetivo, incorporar novas considerações ao processo tradicional de análise. Tal demanda interna surgiu como forma de estar à frente das transformações vivenciadas pelo mercado de ações, principalmente nas vertentes ASG, preparando a gestora para a nova realidade das empresas listadas ao mesmo tempo que inova os processos de análise. Desta maneira, este trabalho de formatura tem como contexto o desenvolvimento do processo de análise com foco em ASG e sua implementação na rotina do fundo de investimento, tornando-o um dos primeiros fundos brasileiros a incorporar oficialmente as políticas ASG no processo de análise e investimento. A gestora tem o objetivo de criar um produto financeiro, que incorpora a análise ESG no processo tradicional de investimentos.

Além do tema ter elevada importância no âmbito profissional, há também motivação pessoal da autora em estudar e entender melhor este tópico que vem ganhando cada vez mais relevância. A autora entende que no futuro os investimentos ASG serão o “novo normal” e, para ser uma boa investidora, será imprescindível saber incorporar fatores ASG na tomada de decisão de investimento.

1.2. Problema

A gestora de recursos focada em ações em que a autora estagia deseja desenvolver e incorporar um método de análise ASG à sua análise tradicional de investimentos junto com a criação de um produto financeiro. Com isto, a gestora busca reduzir riscos, ampliar o retorno financeiro, atender às expectativas de seus clientes e beneficiários e contribuir para um mundo mais sustentável, alocando o capital de forma mais consciente. Porém, atualmente a gestora de recursos não possui um método específico para a concepção, desenvolvimento e operacionalização deste tipo de iniciativa.

O processo a ser desenvolvido precisa ir de acordo com as práticas mais avançadas utilizadas no mundo ao mesmo tempo que é adaptável à cultura e processos já existentes da gestora. Por ter que ser adaptável e por questões de confidencialidade, é importante que alguém que esteja presente no dia a dia da empresa desenvolva o processo e se encarregue de

implementar e refiná-lo. Desta forma o problema a ser resolvido é a criação de um método para desenvolvimento de novos produtos financeiros a partir da perspectiva dos principais clientes.

1.3. Objetivo

Este projeto tem como principal objetivo desenvolver um método efetivo para desenvolver produtos financeiros a partir da perspectiva dos principais clientes da gestora. No caso descrito neste documento, o produto financeiro a ser criado se trata de um fundo de investimento em ações que aplique fatores ASG no processo de análise e tomada de decisão. Desta forma, os objetivos específicos propostos para o projeto são:

1. Compreender a realidade do mercado por meio de pesquisa secundária
2. Conhecer a realidade das partes interessadas por meio da pesquisa primária, observação e vivência
3. Sintetizar informações obtidas
4. Criar possíveis soluções para o problema
5. Prototipação da solução escolhida
6. Validar com partes interessadas: sócios da gestora, clientes existentes, potenciais clientes)

1.4. Justificativa

O desenvolvimento de produtos é um processo decisivo para o futuro de uma empresa. A empresa que não consegue inovar, entendendo as reais necessidades do cliente, dificilmente conseguirá se manter no mundo moderno. A utilização de metodologias ágeis para o desenvolvimento de produtos, como o *Lean Startup* e o *Design Thinking*, ainda não é muito comum em empresas do Mercado Financeiro no Brasil, que costumam ser mais tradicionais.

Para a empresa em que a autora estagia, o trabalho desenvolvido foi de grande valor pois permitiu desenvolver um produto utilizando uma metodologia-base até então desconhecida pelos sócios da gestora de recursos, fato que permitiu transformar uma ideia aspiracional dos fundadores em um produto sólido em poucos meses. Este produto já está em comercialização, capturando valor. Além do método desenvolvido e aplicado, o trabalho tem grande relevância

por se tratar de um produto financeiro que leva em consideração aspectos ASG, assunto ainda pouco explorado no mercado brasileiro. O lançamento do produto ASG irá tornar a empresa mais aderente ao mercado emergente, oferecendo um produto inovador com impacto positivo incentivando a ascensão de modelos de negócio sustentáveis no longo prazo.

Para a Escola Politécnica é significativa a contribuição para o tema ter um trabalho desenvolvido utilizando as metodologias-base *Lean Startup* e *Design Thinking* combinadas. Para Dym et al. (2005), o *design* é uma das características principais e diferenciadoras da Engenharia. É esperado de um engenheiro a capacidade de projetar soluções que atendam às necessidades da sociedade, e o *design* é ponto-chave deste processo.

1.5.Estágio

Como mencionado anteriormente, a autora estagia na gestora de recursos focada em ações, com mais de 2 bilhões sob gestão. Esta gestora se encontra em crescimento acelerado, multiplicando por cinco o patrimônio sob gestão no último ano, e está passando por processos de institucionalização, sendo o resultado deste trabalho parte relevante deste processo. A autora faz parte do time de Investimentos, focada em análise de ações. Porém, por se tratar de uma empresa com quadro de funcionários enxuto, somando 15 no total, a autora também auxilia em questões institucionais, como definição de políticas internas e na área comercial de Relacionamento com o Investidor. Neste contexto, a autora teve autonomia em todo o desenvolvimento e aplicação do método exposto neste documento.

1.6.Estrutura do Documento

Este trabalho de formatura está organizado da seguinte maneira: o capítulo 1 apresenta o contexto do projeto, sua motivação, as questões que nortearam o seu desenvolvimento, bem com seus objetivos e justificativas. O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura, incluindo os conceitos principais sobre *Startup Garage Innovation Process*, *Design Thinking*, *Lean Startup* e *Value Proposition Canvas*. O terceiro capítulo apresenta o método proposto pela autora para o desenvolvimento do projeto. O quarto capítulo explicita os resultados obtidos em cada etapa do método. O quinto capítulo engloba a conclusão do Trabalho.

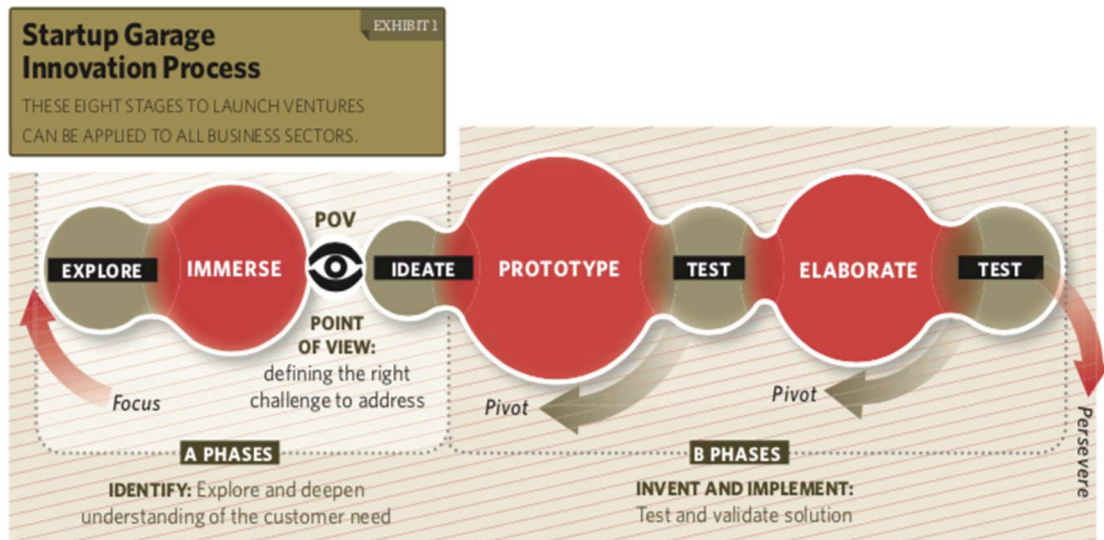
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Nesta Etapa serão apresentados os principais conceitos utilizados no desenvolvimento do método e na resolução do problema apresentado. Os conceitos serão apresentados da seguinte forma: (i) o conceito e a história do *Startup Garage Innovation Process* são introduzidos; (ii) em seguida, cada um dos passos do processo é introduzido; (iii) os conceitos de *Design Thinking* e *Lean Startup* são apresentados e os passos das metodologias são introduzidos conforme a literatura existente; (iv) o *Value Proposition Canvas* é introduzido, seguido de uma revisão teórica de (v) Hipóteses e (vi) Testes.

2.1. Startup Garage Innovation Process (SGIP)

Desenvolvido em 2016 na Universidade de Stanford, o *Startup Garage Innovation Process* (SGIP), apresentado na Figura 1, é um método que aborda conceitos de *Design Thinking*, *Lean Startup*, Engenharia Organizacional e Financeira. O objetivo do método em questão é desenvolver, fazer protótipos e testar um plano de negócios. O método passa pela descoberta e validação do cliente e mostra ter uma ciclicidade característica do método *Lean Startup* proposto por Ries (2011). O SGIP não é a ferramenta em si, mas sim uma maneira de encadear o passo a passo ideal para a criação de inovações, de forma didática e cronológica, contando com a utilização de ferramentas consagradas para o desenvolvimento de startups e de produtos e serviços inovadores (ZENIOS, 2015). O processo de inovação é entendido pelos autores como algo contínuo, que passa pela Exploração, por um estágio de análise (Imersão) e, em seguida, um estágio de convergência o POV (*Point of View* – em português, Ponto de Vista). Se neste ponto do processo, o usuário final for introduzido, os insights gerados são de enorme valor, pois a Ideação e a fase de Protótipo já se iniciam com considerações iniciais do cliente, criando inúmeras oportunidades de exploração.

Figura 1: *Startup Garage Innovation Process (SGIP)*



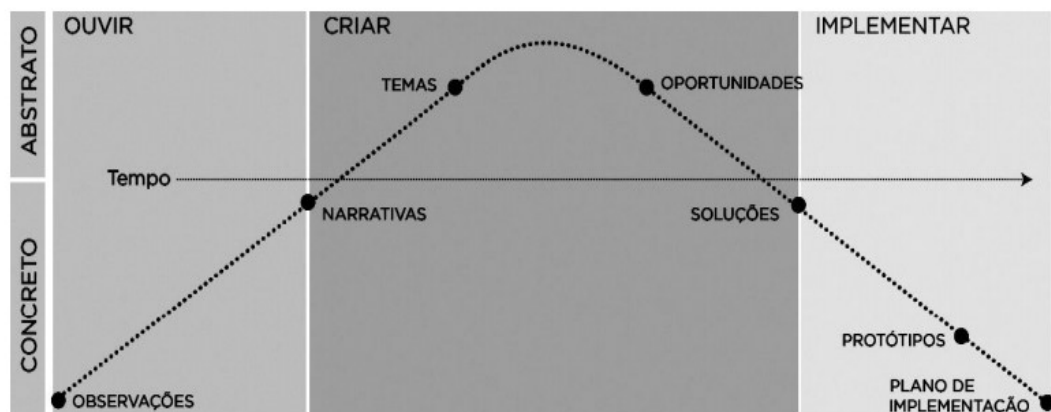
Fonte: Zenios (2015)

2.2.Design Thinking (DT)

O termo *Design Thinking* foi popularizado por Tim Brown, presidente da IDEO – escritório de design amplamente reconhecido - e ligado à universidade de Stanford. Para Brown, um time que deseja ter ideias inovadoras deve conseguir passar por três esferas de inovação: a Inspiração (identificar o problema ou oportunidade), a Ideação (processo de desenvolvimento e teste de ideias) e a Implementação (concretização das melhores ideias em um plano de ação com prototipação). (BROWN, 2008)

A Figura 2 ilustra o processo idealizado pela IDEO em 2009, em que se realizam as macro etapas definidas por Brown. A representação ilustrada na figura é chamada de HCD, acrônimo de “*Human Centered Design*” em inglês, e faz a diferenciação entre as etapas consideradas concretas e abstratas do processo. (IDEO, 2009)

Figura 2: Design centrado no ser humano

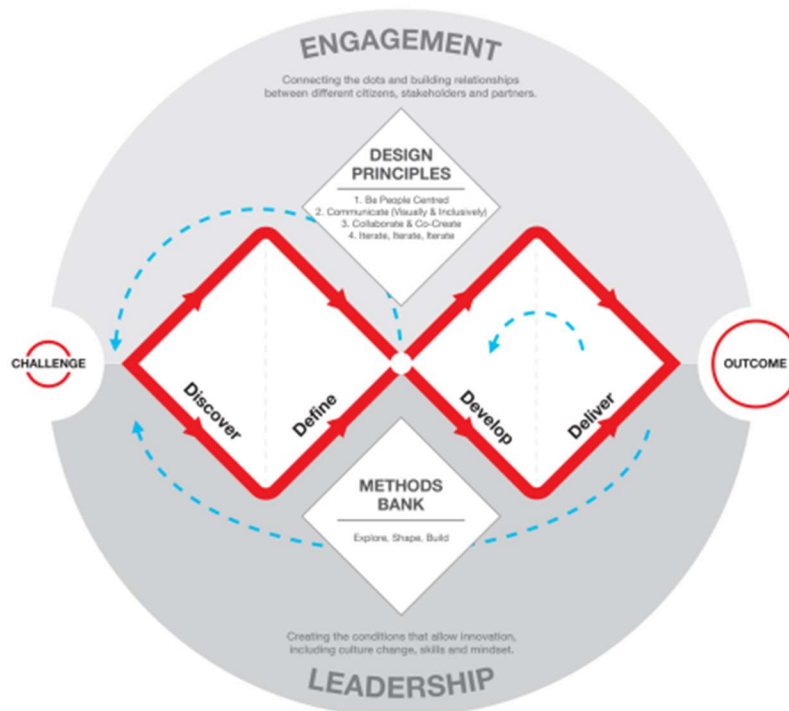


Fonte: IDEO (2009)

A divisão HCD proposta pela IDEO tem derivadas na literatura de outros autores. Há o modelo genérico baseado em Brown (2010), mas Vianna et al. (2012), por exemplo, criou uma sugestão de divisão ligeiramente diferente, mas que segue o mesmo conceito. Vianna designa as fases como: (i) Imersão; (ii) Análise; (iii) Síntese; (iv) Ideação e (v) Prototipação (inclui os testes). Vale ressaltar que este trabalho levará em consideração o conceito geral e as fases que se enquadram no SGIP, sem fazer distinção a um modelo específico.

Outra característica relevante do conceito, é a separação clara entre o processo criativo seguindo pensamentos divergentes e convergentes (ilustrado na figura 3). Pensamentos divergentes são aqueles em que se gera o maior número de opções e/ou ideias possíveis, expandindo a visão sobre o contexto do problema e busca criar perguntas simples que guiem para soluções mais adequadas e aderentes ao problema em questão. Já os pensamentos convergentes, são aqueles em que seleciona as ideias mais pertinentes, que se aplicam melhor aos critérios do problema. Tal característica deixou o método conhecido como Duplo Diamante, por seu perfil repetitivo. A metodologia ressalta a possibilidade de ir e voltar de forma cíclica entre as fases propostas, o que é comum por se tratar de um método iterativo que se retroalimenta.

Figura 3: *Framework for innovation*



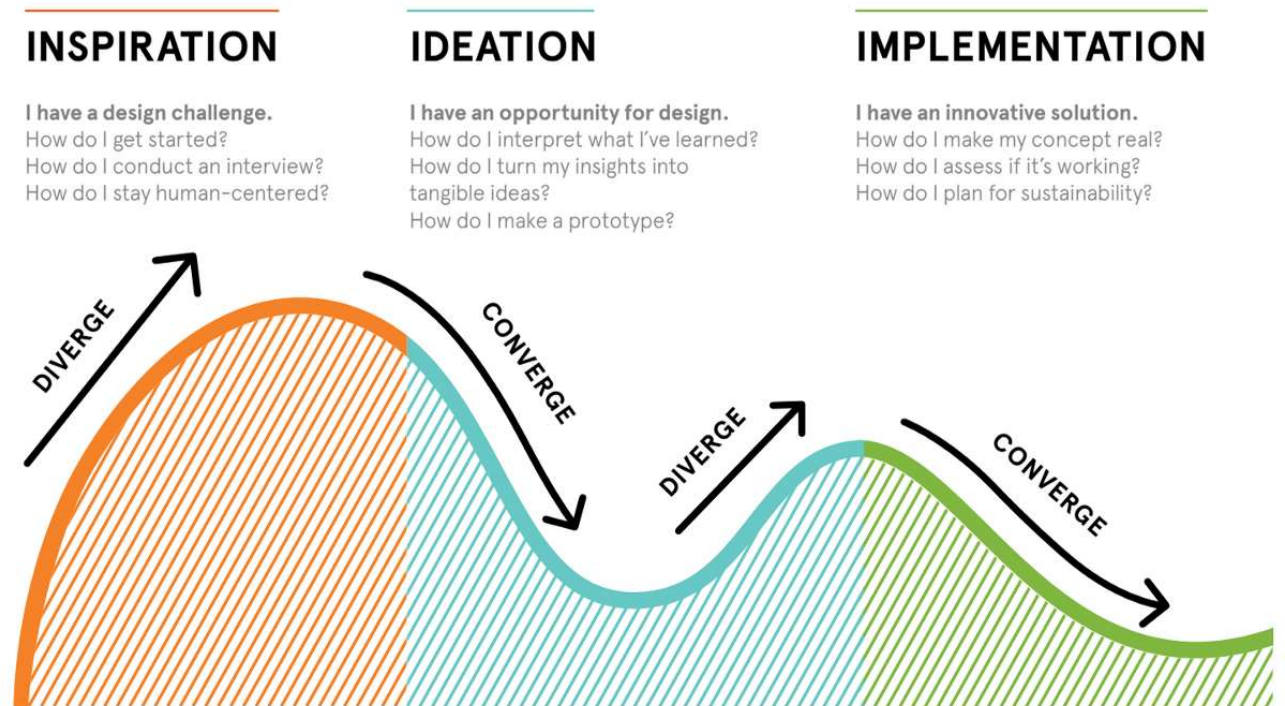
© Design Council 2019

Fonte: Design Council (2019)²

A figura 4 ilustra a junção das três macro etapas definidas por Brown (2010) ao conceito da lógica abductiva.

² Design Council (2019) - Disponível em <https://www.designcouncil.org.uk/sites/default/files/asset/document/Double%20Diamond%20Model%202019.pdf> - acesso em 12.11.2020

Figura 4: O processo de Design



Fonte: Ideo.org (2020)

Brown (2008) entende que o DT é um método que torna possível a combinação de necessidades reais do usuário final com a viabilidade tecnológica e estratégica do negócio a ser desenvolvido. O autor prega que, ao contrário do senso comum, a criatividade não está ligada à genialidade de “mentes brilhantes”, mas que se trata do resultado de um processo criativo que envolve grandes esforços em paralelo ao descobrimento e entendimento do usuário. O conceito democratiza o design, pois parte do pressuposto que qualquer profissional deve ter ideias inovadoras (BROWN, 2008). O DT é visto como um método utilizado não só para design de startups e produtos, mas também como ferramenta para abordar problemas complexos, cada vez mais recorrentes na modernidade. O autor entende o DT como uma ferramenta de estruturação de soluções e do problema a ser resolvido, já que a ferramenta instiga a captação de diferentes ângulos do problema a ser estudado, via equipes multidisciplinares (Vianna et al., 2012). Em resumo, o Design Thinking pode ser definido como uma abordagem de resolução de problemas, na qual o usuário é o centro. Como auxílio, é indicado a utilização de ferramentas

conceituais (como o brainstorming, mapas mentais, criação de personas e mapas de empatia) e físicas (como *post-its* e quadros de desenho) simples, de fácil acesso.

Os principais passos da abordagem do Design Thinking incluem a fase de Exploração, que é dividida em duas partes: a Compreensão/Pesquisa secundária, que busca aprender o máximo possível a respeito do produto ou serviço em questão e a Observação, que se trata de uma imersão na cultura de comportamento do grupo social alvo. Em seguida, é desenvolvido o Ponto de Vista (POV) a partir das observações feitas, e é a representação do que foi aprendido. No caso deste documento, o POV foi adaptado à uma lista de requisitos percebidos. Em seguida é realizada a etapa de Visualização, que se trata de um esboço de soluções. Então é feita a Prototipação, seguida de Testes e Iterações necessárias no modelo Lean Startup para então Escolher e Implementar a solução. (BROWN, 2008)

2.2.1. Exploração

A fase de Exploração, é a primeira do SGIP e conversa com a fase de Inspiração (ou Empatia) definida no DT. É uma fase em que o objetivo é identificar oportunidades ou problemas para os quais buscam a solução. É voltada ao entendimento do assunto e das necessidades dos envolvidos no processo, sejam elas implícitas ou explícitas. Busca-se entender também benefícios de uma solução no ramo. Nesta fase, recomenda-se utilizar de recursos como revisão de literatura sobre o tema e benchmarking de soluções existentes. (BROWN, 2008)

2.2.1.1. Pesquisa Secundária

A Pesquisa Secundária analisa o fundamento teórico para o objeto de pesquisa do projeto e consolida uma visão detalhada do mercado alvo de interesse. A partir da Pesquisa Secundária é possível entender o conhecimento já existente a respeito do tema em questão e partir dos estudos mais modernos. Também é possível identificar grandes influenciadores no campo de pesquisa em questão, agregando mais fontes de conhecimento como blogs, redes sociais de pessoas renomadas no segmento e identificação de pessoas e empresas referências no assunto. (BROWN, 2008)

2.2.1.2. Benchmarking

O *benchmarking* é definido por Robert Camp em seu livro “*Benchmarking: o caminho da qualidade*”, publicado em 1993, como um processo em que se busca as entidades que possuem as melhores práticas em determinada indústria e que, por conta das boas práticas, possuem um desempenho melhor que o da média (CAMP, 1993). Para Camp, o processo é positivo pois é uma maneira de melhorar processos existentes na empresa através da observação e estudo da prática de empresas que possuem melhor desempenho. Define-se então o processo de comparação de desempenho entre sistemas como *benchmarking* e *benchmark* como sendo o ponto de referência da excelência. O *benchmarking* é um processo de aprendizado em que se observa, aprende e melhora em determinado quesito de qualquer área organizacional, ou seja, desde o desenvolvimento de produto e estratégia até mesmo às ferramentas utilizadas para medir a satisfação dos clientes. O principal benefício da ferramenta é orientar a empresa a entender o mercado e suas movimentações, de forma a buscar constantemente aplicar melhorias em seus processos e produtos. (CAMP, 1993).

2.2.1.3. Análise SWOT

A análise SWOT, em que as letras se referem a S de *Strength* (Força), W de *Weaknesses* (Fraquezas), O de *Opportunities* (oportunidades) e T de *Threats* (ameaças), trata-se de um *framework* utilizado em negócios para mapear e avaliar novas oportunidades, empreendimentos e produtos. A ferramenta, apresentada na Tabela 1, leva em consideração aspectos internos e externos à organização. (IIBA, 2011)

Tabela 1: Análise SWOT

	Ajuda na conquista do objetivo	Atrapalha a conquista do objetivo
Fatores Internos	Forças <i>(S – Strength)</i>	Fraquezas <i>(W – Weaknesses)</i>
	Fatores que aumentam as chances de sucesso da organização Atividades que a empresa desenvolve com distinção Benefícios devem ser aproveitados ao máximo	Fatores desenvolvidos de forma insatisfatória pela organização ou deixa de fazer Deve ser tratado com cautela para que não impeça o sucesso da organização
Fatores Externos	Oportunidades <i>(O – Opportunities)</i>	Ameaças <i>(T – Threats)</i>
	Fatores positivos que podem ser aproveitados pela empresa É preciso cautela por se tratar de fatores que vão além do controle da organização, isto é, um fator externo	Fatores que têm o potencial de impactar de forma negativa a empresa Necessita cuidados já que se encontram fora do controle da organização

Fonte: Adaptado de IIBA (2011, p. 223)

O passo a passo para o desenvolvimento da ferramenta, segundo IIBA (2011), consiste em inicialmente desenhar uma matriz, então descrever o problema ou questão a ser discutida no topo, em seguida conduzir uma sessão de *brainstorming* para preencher a matriz. Por fim, analisar a matriz e conduzir outra sessão de *brainstorming* para encontrar soluções ou conclusões a respeito do quesito que fora discutido (IIBA, 2011).

2.2.2. Imersão

A etapa de Imersão inclui o momento em que se cria empatia pelo cliente potencial, caracterizando a etapa de “ouvir” (IDEO, 2009). Desta maneira, busca-se desenvolver elos com os usuários, vivenciar o cotidiano do usuário, observar a sua rotina, entender melhor a sua experiência e quais os principais pontos de atrito. As ferramentas utilizadas para atingir os

objetivos da etapa de Imersão são a observação, vivência da jornada do usuário, entrevista sobre o problema, mapa de empatia, criação de personas, mapas mentais e conceituais. Os vínculos, mapeamentos e informações criados na etapa de Imersão são o insumo para as fases seguintes do processo. (BROWN, 2010)

2.2.2.1. Entrevista sobre o problema

As entrevistas são de grande relevância para a etapa de Exploração pois se trata da conversa com os principais *stakeholders* do projeto a ser desenvolvido. Para Maurya (2012), esta é a forma mais eficiente de entender os clientes e aprender suas necessidades e pontos de dor com as soluções existentes. Maurya (2012) entende que há entrevistas a serem estruturadas de forma a endereçarem o problema, a solução e o MVP. Essas entrevistas devem ser aplicadas nas etapas de mesmo nome, buscando diferentes validações. Na etapa de Exploração, a forma ideal de entrevista é a “entrevista sobre o problema”, em que o objetivo é entender a visão de mundo do cliente antes de começar a pensar em possíveis soluções. A estrutura da entrevista sugerida pelo autor é a seguinte (MAURYA, 2012):

- **Boas-vindas (2 minutos):** O entrevistador dá boas-vindas ao entrevistado e descreve rapidamente como será a estrutura da entrevista;
- **Coleta de informações demográficas (2 minutos):** Dados como idade e características do cliente relevantes para o projeto a ser desenvolvido são capturados;
- **Contar uma história (2 minutos):** Com o objetivo de introduzir o entrevistado no contexto, o entrevistador conta uma história de forma sucinta que envolve o problema a ser resolvido de forma a entender se o entrevistado se identifica ou não com aquele problema
- **Ranquear o problema (4 minutos):** Deve ser solicitado ao entrevistado (e cliente em potencial) que indique de forma ordenada a relevância de cada problema observado na história que acaba de ser contada
- **Explorar visão de mundo do cliente (15 minutos):** O objetivo desta etapa da entrevista é buscar entender o potencial de cada problema, as motivações das necessidades e pontos de dores elencados, explorar mais a forma de enxergar o mundo do cliente em potencial que está sendo entrevistado. Esta fase não tem um *script* definido, mas é

indicado que cada problema indicado seja abordado e que o entrevistado fique atento às reações e à maneira com que o cliente trata os problemas, coletando informações

- **Fechamento (2 minutos):** O fechamento da entrevista é feito, agradecendo a participação do cliente em potencial e buscando entender se o entrevistado tem interesse em participar em etapas subsequentes do processo, como o teste da solução a ser desenvolvida
- **Documentar resultados (5 minutos):** Para não perder detalhes importantes da entrevista, é recomendado documentar os dados, feedbacks, ideias e problemas percebidos logo após a entrevista

A importância de entrevistas estruturadas se dá por conta da necessidade de ter resultados uniformes, sem interferência do entrevistador, garantindo que o conhecimento gerado através das entrevistas é condizente com a realidade dos entrevistados. Vale ressaltar que em nenhum momento a entrevista deve tomar o rumo de convencimento do cliente sobre a ideia do entrevistador, pelo contrário, a entrevista precisa ser focada no aprendizado. (MAURYA, 2012)

2.2.2.2. Observação

Uma das ferramentas utilizadas para o melhor entendimento do problema e das necessidades do cliente foi a observação do usuário final, isto é, entendimento da sua rotina com o produto a ser desenvolvido, observação dos pontos de atrito com as soluções já existentes, melhor entendimento das necessidades e motivações do cliente. A partir da observação é possível traçar de forma mais assertiva a estratégia a ser seguida e as hipóteses essenciais que serão testadas ao longo do processo. Vianna et al. (2012) descrevem a etapa de observação como uma “sombra”, em que uma pessoa acompanha o usuário de forma imperceptível, registrando suas ações dentro de alguns contextos. (VIANNA, 2012)

2.2.2.3. Vivência

A vivência trata da fase em que aspectos do cotidiano do cliente potencial e soluções existentes são simulados ou replicados a fim de entender o processo atual vivenciado pelo cliente. Ou seja, os membros da equipe assumem o ponto de vista do usuário e exploram sua rotina, incluindo as tarefas e interações que ocorrem no dia a dia do usuário. Esta etapa permite que os desenvolvedores da solução tenham melhor entendimento e sintam-se “na pele” do

cliente potencial, de forma a ter mais empatia com o problema vivido por ele. *Insights* e revelações são gerados nesta fase e são de grande relevância para as fases seguintes. (IDEO, 2009)

2.2.3. Síntese

A etapa de Síntese tem como foco a reestruturação do problema em questões que foquem no usuário, de forma a mapear tensões e pontos de atrito, gerando insights a respeito do tema tratado. Trata-se da fronteira entre a parte de entender o cliente e suas necessidades e a fase de criação e implementação. Para a IDEO (2009), nesta etapa as histórias são transformadas em *insights*. Nesta etapa, busca-se representar o conhecimento adquirido até então a partir da organização da informação em mapas e narrativas que definam de forma clara o problema a ser solucionado. Ferramentas como o Diagrama de Afinidades, a Jornada do Usuário, análise SWOT e a POV são utilizadas a fim de organizar e estruturar o conhecimento obtido nas etapas anteriores. (VIANNA, et al, 2012)

2.2.3.1. Diagrama de Afinidades

Uma das sete novas ferramentas da qualidade, o diagrama de afinidades é bastante tradicional. Criado em 1960, por Jiro Kawakita, tem um conceito simples de agrupamento de informações. A ferramenta consiste em escrever as principais informações coletadas em post-its ou cartões, agrupar os cartões que possuem temas similares e definir nomes a serem dados para cada tema, definindo uma subdivisão (ALCHIN, 2015).

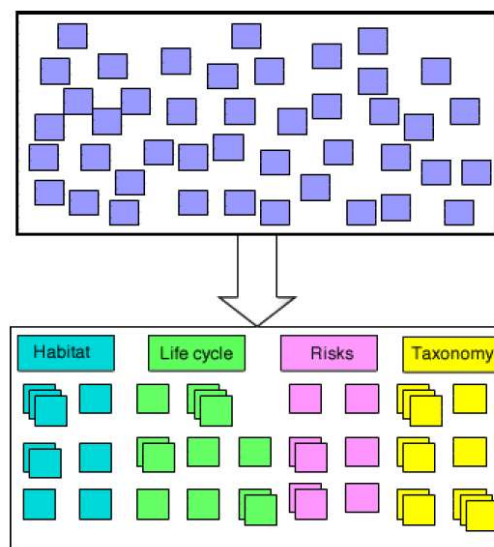
O passo a passo para elaboração do diagrama de afinidades é o seguinte:

- 1) Selecionar o tema ou definir um escopo para limitar as ideias ao que pretende ser discutido;
- 2) Reunir informações verbais, os participantes do processo citam as ideias (similar ao brainstorming);
- 3) As ideias são anotadas nas fichas ou post-its para facilitar a visualização do que foi dito e organizar as ideias;
- 4) É feita a separação e rotulagem das fichas, buscando agrupar por “afinidade” seguindo a ideia central de cada ficha e não semelhança de palavras ou afins;
- 5) Com fichas separadas por afinidades, deve-se separar os grupos e classificar o grupo de fichas em um tema;

- 6) Com os temas definidos, cada grupo deve ser tratado como se fosse uma única ficha e devem ser estabelecidas relações entre eles
- 7) É feito o desenho do diagrama com base no conteúdo das fichas e indicando as relações entre os temas via setas ou outra simbologia que seja didática;
- 8) É feita a exposição dos resultados para os interessados e participantes para que aconteça a discussão.

Quando o processo é realizado em um quadro, utilizando post-its, o resultado tende a ser parecido com o da Figura 5, apresentada por Greg Alchin (2015).

Figura 5: Quadro do diagrama de afinidade



Fonte: Greg Alchin (2015)

A ferramenta permite entender os principais padrões percebidos ao longo do processo de levantamento de informações realizado até então. O objetivo principal é facilitar o entendimento dos problemas ao agrupar ideias e pedaços de informação. No limite, a ferramenta acaba se parecendo com o *brainstorming*, mas funciona de forma mais direcionada e estruturada. Se trata de uma ferramenta indicada para problemas que apresentam nível alto de complexidade. (ALCHIN, 2015)

2.2.3.2. Persona e Mapa de Empatia

A criação de personas e do mapa de empatia facilita o processo de compreensão e interpretação das perspectivas dos usuários e seus problemas (TSCHIMMEL, 2012). A persona é um personagem fictício, criado durante o processo. O personagem recebe as características que o tornam único, como idade, gênero, nome e outras características relevantes para a solução. As características psicológicas e de cotidiano são expostas no mapa de empatia (figura 6). Aspectos como o que o personagem vê, pensa, sente, escuta, fala e faz, quais são suas fraquezas e seus ganhos são discutidos e colocados no mapa.

Osterwalder e Pigneur (2010) enxergam o mapa de empatia como uma ferramenta que leva ao entendimento o perfil de um “cliente alvo”. A ferramenta permite ajudar nas escolhas estratégicas ao longo da elaboração do produto já que o mapa leva em consideração o ambiente do cliente, o comportamento, as preocupações e aspirações. (OSTERWALDER & PIGNEUR, 2010)

Figura 6: Mapa de Empatia



Fonte: Osterwalder & Pigneur, 2010 (adaptado)

O exercício de criação de personas e definição do mapa de empatia é importante pois ajuda na descoberta do cliente e é uma forma de sintetizar o que foi aprendido sobre o cliente até o momento.

2.2.3.3. **POV**

A etapa de POV, acrônimo para *point of view*, que traduzindo do inglês é o ponto de vista, é a passagem que termina a etapa de entendimento de cliente e produto e se inicia o desenvolvimento das propostas de solução. É o final do processo de síntese e é um indutor para o brainstorm, sendo uma ferramenta divergente. O autor propõe a criação de uma frase curta, mas bem articulada, sobre os 4 pontos descobertos na fase de imersão do problema. A estrutura da frase é o sujeito que é persona, que precisa da necessidade mapeada porque tem os pontos de dor mapeados nas etapas anteriores (VIANNA et al., 2012). Esta ferramenta é uma forma simples e direta de traduzir os principais aprendizados e filtrar o que realmente importa para o desenvolvimento da solução, que só poderá começar a ser proposta com a finalização deste exercício (VIANNA et al., 2012).

2.2.4. **Ideação**

A etapa de Ideação tem como foco realizar um processo para desenvolvimento e teste de ideias. A partir dos insumos gerados nas etapas anteriores de Exploração, Imersão e Síntese, inicia-se a etapa de construir ideias a partir de pontos de vista diversos. Esta fase é de caráter abstrato se a enxergarmos pela representação da IDEO (Figura 2), portanto, entende-se que há certa necessidade de manter o ambiente propício à criatividade. Segundo a IDEO (2009), o ambiente em que a ideação é realizada precisa ser propenso à criação de ideias, descontraído e com liberdade de expressão. O *Brainstorm* é uma das maneiras mais comuns de geração de ideias, e principal ferramenta para esta etapa. (IDEO, 2009)

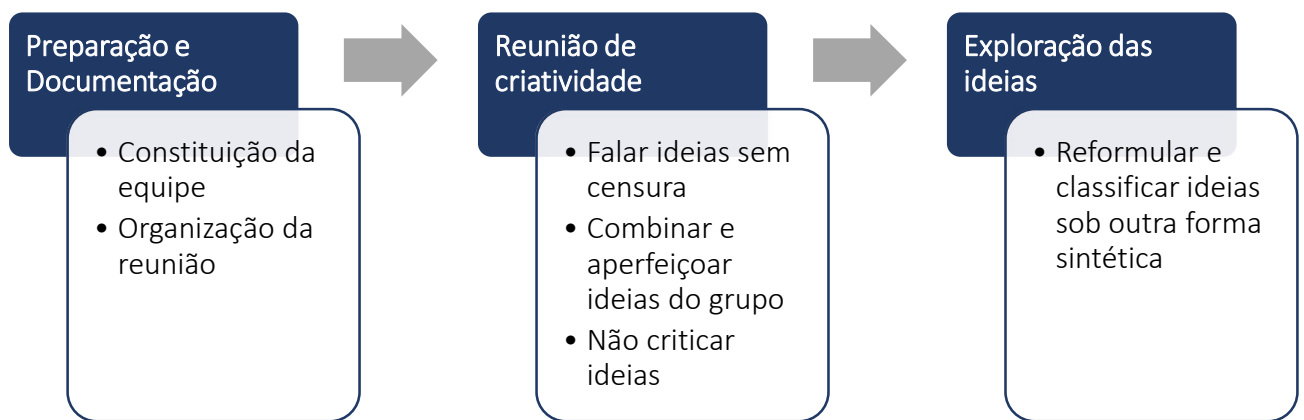
2.2.4.1. **Brainstorming**

Uma das mais famosas técnicas de criatividade para projetos inovadores, o Brainstorming se trata do incentivo a um fluxo de ideias, sem julgamento de valor, deixando a mente dos participantes fluir. É uma técnica formalizada e antiga de resolução criativa de problema sob a direção de um coordenador. Criada em 1939 por Alex Osborn, até então vice-presidente de uma agência de propaganda americana chamada BBDO. Em seus primórdios, o

brainstorm era uma forma de reunião de grupo muito utilizada para encontrar um número razoável de ideias de campanhas e promoções para clientes e futuros projetos da agência (MILLER, 2012). Para Goffin e Mitchell (2010), o caráter da técnica pode ser normativo, isto é, que responde a um problema conhecido, ou de caráter exploratório, em que se busca identificar novas oportunidades. Vianna (2012) também entende o brainstorming como uma técnica útil para gerar ideias em pouco tempo.

Para Vianna (2012), o *Brainstorm* precisa ter algumas regras para que o tema não seja extrapolado ou para evitar sobreposição de alguns participantes a outros. O autor acredita que ter um mediador para o *brainstorm* pode facilitar a discussão e promover melhores resultados. Vale ressaltar que a prática precisa acontecer em grupos, para garantir opiniões de diferentes pontos de vista. A garantia de não ter um pré-julgamento é essencial para ter bons resultados, já que isto incentiva o pensamento diferente. Após a seção de ideias, deve-se aplicar um filtro à lista de ideias, de forma a priorizar, combinar e escolher as ideias (VIANNA, 2012).

Figura 7: Método de Brainstorming por Miller (2012)



Fonte: adaptado de Miller (2012)

2.2.5. Implementação

Na etapa de Implementação as ideias escolhidas na etapa de Ideação são concretizadas em um plano de ação que passa pela construção de um protótipo. O protótipo deve ser simples e deve permitir uma compreensão melhor do problema, o que possibilita o rápido aprendizado do contexto do problema e das funcionalidades necessárias. Assim que o protótipo for construído,

é importante difundir a ideia aos interessados. Neste processo, o *storytelling* se faz de grande importância. (RIES, 2011). Mais detalhes a respeito da implementação serão descritos nas seções posteriores, que englobam o método *Lean Startup*.

2.3. Lean Startup (LS)

Este capítulo trata da revisão bibliográfica dos principais conceitos dentro da metodologia *Lean Startup*, que faz parte do SGIP. Entende-se que o método é utilizado para criar *startups*, que na visão de Ries (2011) é “uma instituição humana com intuito de criar um produto ou serviço em condições de extrema incerteza.” (RIES, 2011, página 27). Ou seja, o método também é válido para a criação de novos produtos, desde que estes sejam desenvolvidos em condições incertas.

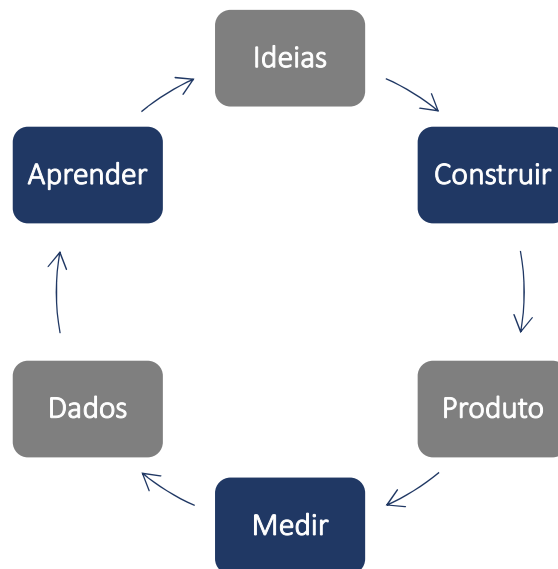
Para Ries (2011), a ideia central do *Lean Startup* é o aprendizado validado, isto é, a busca pela minimização do desperdício e do risco utilizando o teste das hipóteses de negócio, escalando o negócio apenas depois que for testado e validado, baseando-se em técnicas de aprendizado científico. O método enxuto, ou *Lean*, permite que a *startup* faça os ajustes que são necessários utilizando o *feedback* obtido com a aplicação do processo de Construir-Medir-Aprender. A decisão de seguir em frente ou pivotar (mudar de direção) é tomada com base nos resultados do processo de *feedback*, que é repetido até encontrar um modelo que esteja pronto para ser escalado e mereça maior quantidade de investimentos, com menos risco. (RIES, 2011). Por conta do processo de otimização, o produto ofertado pela *startup* é constantemente alterado, assim eventualmente é necessário que a estratégia seja repensada e assim a empresa “pivote”, porém a visão inicial não se altera tão facilmente, sendo o guia para o produto e para a estratégia (RIES, 2011).

Parte relevante do método *Lean Startup* é a validação do aprendizado, que se dá a partir de hipóteses a respeito do negócio que são geradas, testadas e comprovadas ou refutadas. Assim, busca-se construir o aprendizado sobre uma base concreta e objetiva, incluindo dados, experiências e opiniões obtidas a partir de clientes reais. (RIES, 2011). A parte de experimentação do método deve ser levada a sério, já que a *startup* é tida como um experimento que precisa seguir a metodologia científica de forma correta. Neste caso, trata-se do

desenvolvimento de hipóteses claras sobre o que é esperado que aconteça e testes são realizados de forma empírica. O método sugere uma técnica para testar as hipóteses no qual primeiro é necessário dividir a visão em partes menores, que possam ser testadas de forma isolada. As hipóteses de valor e de crescimento são as de maior importância para o autor e espera-se que os experimentos mostrem o comportamento real dos clientes vis-à-vis as hipóteses (RIES, 2011).

Ries (2011) entende que o ciclo Construir-Medir-Aprender é parte da essência do método Lean Startup, ilustrado na figura 8. É de extrema importância buscar minimizar o tempo aplicado para rodar no ciclo, já que demorar no percurso dos ciclos pode gerar perdas significativas. (RIES, 2011)

Figura 8: Ciclo Construir-Medir-Aprender



Fonte: Ries (2011)

Detalhando cada etapa do ciclo, temos a partir de Ries (2011) que na etapa “**Ideias**” as hipóteses que serão testadas são identificadas, sendo priorizadas as hipóteses que apresentem maior risco. O autor entende que as hipóteses essenciais, as mais arriscadas, são aquelas de valor e de crescimento e compreendem todas as definições iniciais sobre o modelo de negócios proposto. Em seguida, tem-se a etapa de **Produto**, em que é iniciada a construção do produto. Nesta etapa, o Mínimo Produto Viável (MVP) é desenvolvido da maneira mais simples

necessária para a realização do teste. Vale ressaltar que o MVP pode ser desde um *slide* até o produto completo, dependendo das limitações e complexidades de desenvolvimento. Assim que o produto é apresentado (ou vendido) para clientes potenciais para que o impacto seja medido, a sessão de **Dados** é iniciada, em que dados são coletados através de *feedbacks*, respostas de entrevistas, captura de métricas de uso ou compras. Ao fim do ciclo, os dados são compilados e o aprendizado do teste é consolidado. A partir disso, é decidido se o time continuará seguindo o plano inicial ou não.

2.3.1. MVP

Entende-se o MVP como *Minimum Viable Product* (traduz-se do inglês como Mínimo Produto Viável, tradução da autora). Trata-se de um protótipo que é desenhado a fim de testar o interesse dos clientes pela solução proposta. Busca-se a forma mais simples para que se entre no ciclo de Construir-Medir-Aprender com o mínimo esforço, e obtenha os resultados para otimização do produto em desenvolvimento (RIES, 2011). Para Ries, se trata de um produto e não de um protótipo, já que o cliente precisa enxergar como produto, inclusive isso inclui algum tipo de cobrança pelo produto ou engajamento para que o cliente tenha acesso à proposta de valor (RIES, 2011).

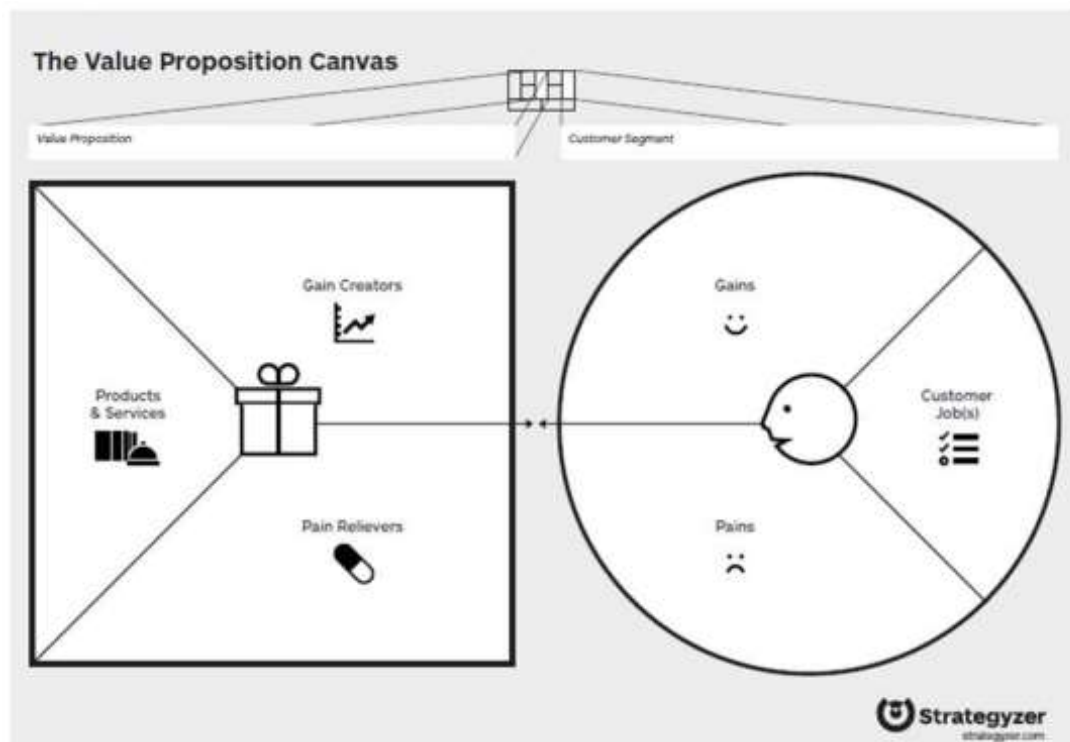
2.4. Value Proposition Canvas

Uma ferramenta utilizada para realizar a análise do mercado é o *Value Proposition Canvas* (VPC), proposta por Osterwalder et al. (2014). A ferramenta serve como suporte para traçar, testar e montar a proposta de valor de um negócio voltado ao cliente de forma organizada. O VPC foca principalmente na Proposta de Valor e no Segmento de Cliente, blocos presentes no *Business Model Canvas*, desenvolvido por Osterwalder e Pigneur (2010).

O VPC, ilustrado na Figura 9, é dividido em duas partes. A primeira é o **Perfil do Consumidor**, que trata de entender a fundo o cliente, suas necessidades e desejos, desmembrando as características em três blocos: (i) Tarefas do consumidor, que trata das tarefas realizadas pelo cliente e engloba o que se deseja e o que o cliente faz na sua vida, tanto profissional quanto pessoal, relacionada ao produto ou serviço oferecido pela empresa; (ii) Dores, que trata dos riscos, obstáculos e resultados ruins que o cliente enfrenta antes ou depois de realizar as tarefas; por fim, o bloco de (iii) Ganhos, em que são descritos os benefícios

almejados pelo cliente quando realiza as tarefas descritas anteriormente. A segunda parte é o **Mapa de Valor**, que é construído buscando intensificar os ganhos e mitigar as dores do cliente. Esta parte descreve como criar valor para o cliente e é dividida em três blocos, que são: (i) Produtos e serviços, em que são listados os produtos e serviços ofertados pela empresa ao cliente; (ii) Aliviador das dores (analgésicos), trata da forma como os produtos e serviços vão aliviar as dores dos consumidores, representando “como” a proposta de valor atua; por fim, o bloco de (iii) Ganhos criados, em que são descritos as formas de materializar os benefícios desejados pelo cliente, forma de expor de forma visual o alinhamento do produto ou serviço com as necessidades do cliente. Por fim, há o chamado **Encaixe** que se trata do encontro das duas partes descritas anteriormente. De extrema importância, o Encaixe ocorre quando o produto ou serviço oferecido traz ganhos validados pelo cliente pois alivia a sua dor (OSTERWALDER et al., 2014)

Figura 9: Value Proposition Canvas



Fonte: Osterwalder et al. (2014)

2.4.1. Hipóteses

Para aplicar o teste de hipótese a partir do método científico é essencial que todas as variáveis sejam definidas. No caso no produto a ser criado, há diversas variáveis que são incertas. Para simplificar e organizar as hipóteses, é utilizado o VPC que resume as variáveis consideradas essenciais em seis elementos. Para cada um dos elementos há hipóteses que devem ser testadas e experimentadas a fim de aprovar ou não as hipóteses iniciais (OSTERWALDER et al., 2014). As Hipóteses de Negócio, tradução da autora para *Business Hypothesis*, são definidas por Osterwalder (2014) como algo que precisa ser verdade para que o modelo de negócios funcione de forma parcial ou completamente, mas que ainda não foi validado. É recomendado que as hipóteses mais críticas ao negócio sejam testadas primeiro, por isso o autor indica que as hipóteses sejam ranqueadas de acordo com sua criticidade para a sobrevivência do negócio (OSTERWALDER et al., 2014).

2.4.2. Testes e Aprendizados

Etapa presente no *Design Thinking*, no *Lean Startup* e no *Value Proposition Design*, a fase de testes é uma das mais importantes do processo SGIP já que se trata dos testes realizados sobre os protótipos, visando validar a solução proposta, aprimorar e redefini-la (RIES, 2011). A realização de testes com *stakeholders* é a forma mais comum de teste de hipóteses. Não se utiliza o termo clientes neste caso, porque *stakeholders* também abrangem indivíduos ou instituições que tenham *expertise* na área ou poder de decisão. Exemplos são investidores, especialistas e parceiros estratégicos (RIES, 2011). Assim que é concluído o desenvolvimento dos produtos e hipóteses a serem testados, os participantes devem entrar em contato com os *stakeholders* para que se obtenha a avaliação externa das hipóteses. É importante guardar as reações obtidas com os testes, principalmente quando se tratar de potenciais clientes, já que podem ser reutilizadas mais para frente (RIES, 2011).

Osterwalder (2014) apresenta o *Test Card* (tradução da autora como Cartão de Testes) como ferramenta para estruturar os experimentos, apresentado na Figura 10. O passo a passo da ferramenta consiste em primeiro desenhar o experimento, descrevendo as hipóteses que se quer testar e indicando o grau de importância de cada uma, e então é definido o experimento que será realizado para endereçar a hipótese, ao mesmo tempo que é indicado quão custoso e quão confiável o experimento definido será. Em seguida, é definido o que se deseja medir e o

tempo que será necessário para completar a mensuração do experimento. Por fim, é definido um gatilho que precisa ser acionado para que o teste valide ou invalide a hipótese testada. Com os cartões preenchidos para as hipóteses mais críticas, é feito um ranqueamento dos experimentos mais baratos, rápidos e com hipóteses mais relevantes. E então os experimentos podem ser realizados seguindo a ordem pré-definida. (OSTERWALDER et al., 2014)

Figura 10: Test Card do VPC

Test Card Strategyzer

Test Name: _____ Deadline: _____

Assigned to: _____ Duration: _____

STEP 1: HYPOTHESIS
We believe that _____
Critical: ▲ ▲ ▲

STEP 2: TEST
To verify that, we will _____
Test Cost: [icon] [icon] [icon] Data Reliability: [icon] [icon] [icon]

STEP 3: METRIC
And measure _____
Time Required: [icon] [icon] [icon]

STEP 4: CRITERIA
We are right if _____

Copyright Business Model Foundry AG The makers of Business Model Generation and Strategyzer

Fonte: Osterwalder et al. (2014)

Para capturar e estruturar os *insights* de cada experimento, Osterwalder (2014) recomenda a utilização do *Learning Card*, traduzido pela autora como Cartão de Aprendizado, ilustrado na Figura 10. No cartão são registrados dados como a hipótese que foi testada, o que foi observado, quão confiável o dado observado foi, quais conclusões e *insights* foram retirados dos testes e quais ações serão tomadas com base nos *insights* obtidos. (OSTERWALDER et al., 2014)

Figura 11: Learning Card do VPC

Learning Card Strategyzer

Insight Name Date of Learning

Person Responsible

STEP 1: HYPOTHESIS
We believed that

STEP 2: OBSERVATION
We observed

Data Reliability: ☐ ☐ ☐

STEP 3: LEARNINGS AND INSIGHTS
From that we learned that

Action Required: ☐ ☐ ☐

STEP 4: DECISIONS AND ACTIONS
Therefore, we will

Copyright Strategyzer AG The makers of Business Model Generation and Strategyzer

Fonte: Osterwalder et al. (2014)

2.4.2.1. Entrevista sobre a Solução

A entrevista sobre a solução proposta por Maurya (2012) tem como objetivo a apresentação da solução desenvolvida para o cliente, acompanhado de um protótipo para que o interesse do cliente seja validado. Os principais aprendizados dessa etapa são: (i) Quem são os “*early adopters*” (adotantes iniciais)? (ii) Como o problema será solucionado?; (iii) Como será a precificação?. (MAURYA, 2012).

Maurya (2012) sugere que o entrevistador siga o passo a passo a seguir de forma a obter os aprendizados listados acima:

- **Boas-vindas:** O entrevistador dá boas-vindas ao entrevistado e descreve rapidamente como será a estrutura da entrevista e o produto/solução que está sendo desenvolvido.
- **Coleta de informações demográficas:** Dados como idade e características do cliente relevantes para o projeto a ser desenvolvido são capturados.

- **Contar uma história:** Com o objetivo de introduzir o entrevistado no contexto, o entrevistador conta uma história de forma sucinta que envolve o problema a ser resolvido de forma a entender se o entrevistado se identifica ou não com aquele problema.
- **Demonstração:** Passo mais importante da entrevista, consiste em apresentar como a solução do problema está sendo desenvolvida pela startup, através de um protótipo. A proposta de valor deve ser introduzida de forma fácil e verdadeira.
- **Testar precificação:** Se tiver, esta etapa consiste em apresentar o modelo de precificação pensado para a solução apresentada. A reação do cliente ao modelo sugerido deve ser percebida, buscando medir se o cliente vê o valor proposto como justo pelo benefício da solução sugerida.
- **Fechamento:** fechamento da entrevista é feito, agradecendo a participação do cliente em potencial e buscando entender se o entrevistado tem interesse em participar em etapas subsequentes do processo, como o teste da solução a ser desenvolvida.
- **Documentar resultados:** Para não perder detalhes importantes da entrevista, é recomendado documentar os dados, feedbacks, ideias e problemas percebidos logo após a entrevista.

2.4.2.2. Entrevistas sobre o MVP

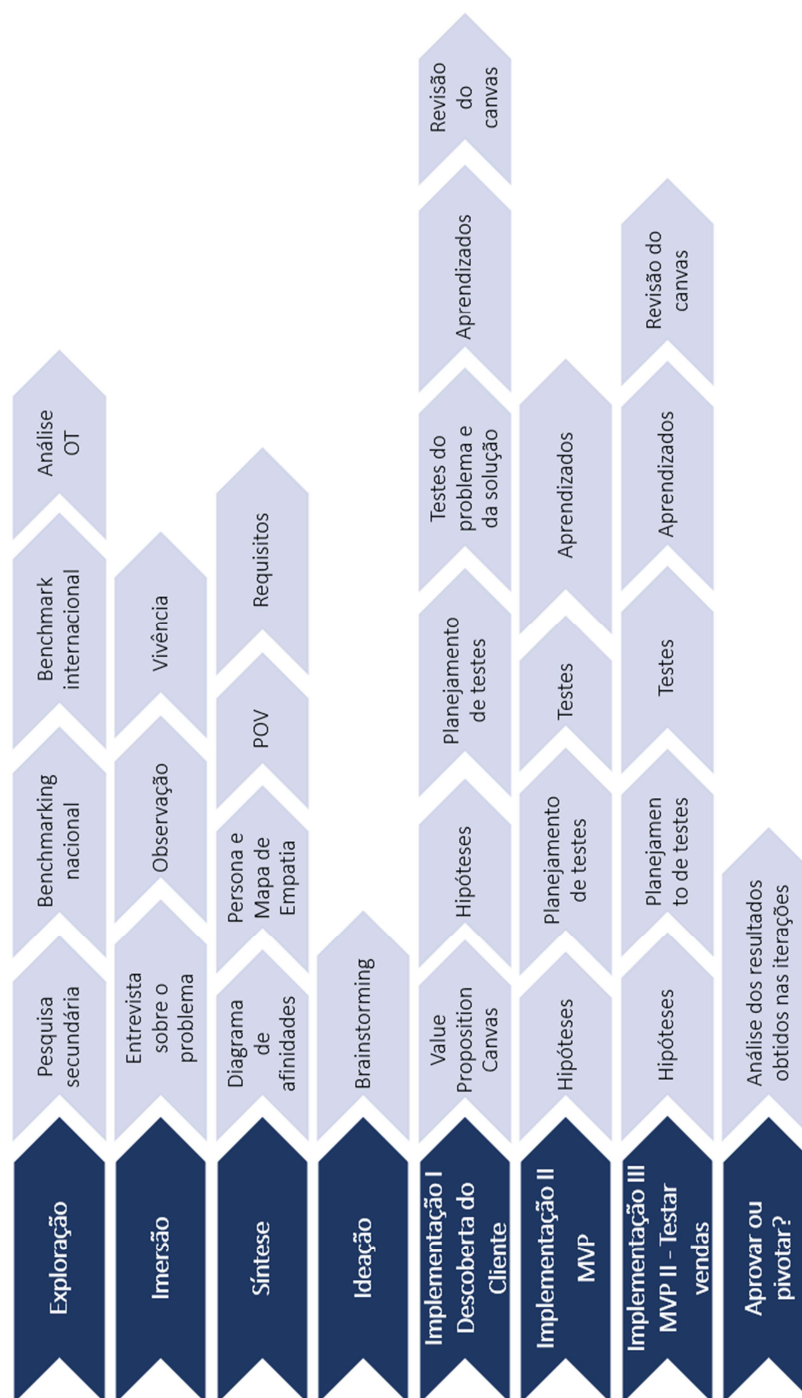
Para Maurya (2012), o objetivo da entrevista é apresentar o MVP ao mesmo tempo que se testa a ativação, precificação e *storytelling* com o intuito de responder as seguintes dúvidas: (i) Quais são as funcionalidades do produto que geram valor e atraem mais o interesse do cliente? (ii) O número de clientes é o suficiente?; (iii) O preço planejado é adequado? (MAURYA, 2012)

O foco da entrevista deve girar em torno da usabilidade do produto e o valor percebido pelos clientes. Para tanto, os clientes escolhidos para apresentar a solução devem ser *early adopters* (adotantes iniciais) e que estejam dispostos a colaborar e prover *feedbacks* construtivos (MAURYA, 2012).

3. MÉTODO

O método aplicado no desenvolvimento do trabalho é descrito nesse capítulo. A metodologia utilizada como base foi o Startup Garage Innovation Process, que se trata de uma combinação entre o Lean Startup e o Design Thinking. As etapas do método foram adaptadas às necessidades específicas do projeto. O método proposto por este trabalho e seguido no projeto, explicitado na imagem a seguir, inclui 8 etapas: 1) Exploração; 2) Imersão; 3) Síntese; 4) Ideação; 5) Implementação I; 6) Implementação II; 7) Implementação III e 8) Aprovar ou Pivotar? Cada Etapa possui alguns passos que foram realizados da forma que será descrita na Figura 12, apresentada na sequência.

Figura 12: Método proposto



Fonte: elaborado pela autora

3.1. Exploração

A primeira etapa do processo, a Exploração, é dedicada ao entendimento do panorama nacional e internacional do tema a ser explorado, na qual busca-se *benchmarks* e estudos prévios a respeito do tema. A análise inicial das forças, fraquezas, oportunidades e ameaças do produto a ser criado também é realizada a fim de aprofundar nas oportunidades e ameaças que o produto pode ter.

3.1.1. Pesquisa Secundária

Primeiramente, estudos prévios a respeito do tema ESG foram analisados a fim de entender melhor a evolução do tema globalmente e, principalmente, no Brasil. Buscou-se também entender melhor os benefícios e riscos da implementação dos conceitos ASG no processo de análise e investimento.

A pesquisa secundária foi realizada pela autora, que utilizou ferramentas como Google Scholar e Scopus para buscar a literatura acadêmica e Google e sites de instituições referência em mercado financeiro para entender as melhores práticas realizadas por empresas referência no mercado (*benchmark*). Documentos como Cartas de Gestor, Relatórios Anuais de Sustentabilidade, Políticas de Investimento Responsável de gestoras brasileiras e internacionais, notícias e iniciativas recentes também serviram como insumo para a pesquisa. Os arquivos encontrados na internet foram salvos na pasta da pesquisa, lidos, grifados e transformados em conhecimento a respeito do tema em um resumo geral presente no capítulo 4 de Resultados.

A etapa de revisão bibliográfica durou cerca de seis semanas por se tratar de todo o embasamento teórico do projeto, que seria refletido completamente no produto a ser criado e apresentado para clientes.

3.1.2. Benchmarking nacional

Para realização do *benchmarking* nacional, os critérios utilizados para buscar gestoras similares foram (i) buscar Fundos de Investimento com ativos sob gestão maior que trinta milhões de reais; (ii) buscar Fundos de Investimento que possuem estratégia similar à da gestora, focadas em investimentos de longo prazo; (iii) Gestoras que aplicam o filtro ASG no

processo de investimento ou pretendem começar a aplicar; (iv) Fundos reconhecidos no mercado por seu histórico de performance e/ou pelo foco em investimentos ASG.

Após a definição dos fundos, informações relevantes foram colhidas na internet via sites institucionais das gestoras, documentos oficiais da CVM e notícias. Utilizou-se também a ferramenta Bloomberg para colher dados quantitativos. Informações como estratégia de investimento, política de investimento ASG, ativos sob gestão, detalhes da implementação da análise ASG no processo de investimento foram capturados nas fontes citadas anteriormente.

O benchmarking nacional foi feito em duas etapas. A primeira buscou entender melhor a história e principais das gestoras de renda variável que integraram o ASG no processo de análise e conseguiram ou estão em vias de conseguir tornar a gestora 100% ASG, isto é, que investe somente em empresas ASG. A segunda etapa buscou informações a respeito de como as algumas gestoras brasileiras estão integrando ASG no processo de análise (metodologia) e a visão e motivação que possuem com relação ao ASG. O processo de benchmarking durou aproximadamente três semanas.

3.1.3. Benchmarking internacional

Para realização do benchmarking internacional, utilizou-se as informações internacionais capturadas através de artigos científicos e sites institucionais das gestoras globais que são *benchmark* no assunto. Os fundos escolhidos foram citados de forma recorrente nos materiais analisados, principalmente por se tratar de grandes gestoras com histórico de performance bom que adotaram as práticas ASG. Os dados colhidos das gestoras globais foram os mesmos do benchmarking nacional descrito no tópico anterior, porém, limitado às informações públicas existentes que variam por conta da legislação exigente. O *benchmarking* internacional foi realizado pela autora, paralelamente ao *benchmarking* nacional, no início do projeto.

3.1.4. SWOT

Foi possível realizar uma análise OT inicial com melhor entendimento do mercado a ser explorado, das tendências globais relacionadas ao tema e de como a adaptação do processo de investimento aos critérios ASG vêm sendo feito por gestoras reconhecidas no mercado. A partir da aplicação da ferramenta em questão é esperado um conforto maior na elaboração do novo

produto financeiro da gestora, avaliando principalmente as oportunidades e ameaças ao longo do processo.

A análise foi realizada pela autora juntamente aos sócios da gestora após a apresentação das principais descobertas durante a revisão bibliográfica do tema ASG e do benchmarking nacional e internacional. A sessão de *brainstorming* durou aproximadamente 2 horas e foi documentada em um *slide* através da ferramenta Microsoft PowerPoint. Posteriormente, o resultado obtido é apresentado a todos da gestora em uma sessão de 30 minutos.

3.2. Imersão

As entrevistas realizadas foram separadas em alguns tipos, descritos abaixo. A média de duração das entrevistas foi de uma hora. Os principais pontos das entrevistas foram anotados. Buscando obter entrevistas mais fluídas apenas os tópicos detalhados a seguir para cada tipo de pergunta eram citados e, a partir deles, os entrevistados discorriam a respeito. Quando necessário, o entrevistador interrompia o entrevistado para questionar a motivação de alguma afirmação ou para trocar de tópico.

(i) Entrevistas internas

As entrevistas internas foram realizadas com os 9 sócios e mais 9 analistas da gestora a fim de entender melhor o (i) ponto de vista da empresa a respeito do produto financeiro; (ii) a estratégia a ser seguida com o lançamento do novo produto; (iii) o alinhamento do novo produto aos valores da casa; (iv) viabilidade de implementação das novas formas de análise e ferramentas necessárias para o lançamento do novo produto; (v) receptividade do time ao novo tema; (vi) dúvidas e preocupações relacionadas ao tema e ao lançamento do produto.

As entrevistas foram realizadas via Zoom (ferramenta de videoconferência), tiveram duração de aproximadamente uma hora cada e os tópicos descritos anteriormente foram abordados com todos os entrevistados para capturar o posicionamento e possíveis ideias a respeito do tema. Seguindo as melhores práticas propostas pela literatura, em todos os momentos dois participantes do grupo de trabalho estiveram presentes, em que um anotava e o outro conduzia a entrevista de forma imparcial.

(ii) Entrevistas com concorrentes

Consistiu em entrevistar outros fundos (benchmarks) que já tinham realizado o processo de integração ASG no processo de investimento, e, desta forma, obter informações a respeito de (i) dificuldades enfrentadas; (ii) benefícios percebidos a partir da implementação da análise e das ferramentas; (iii) comentários do processo como um todo, etc.

Neste caso, as entrevistas aconteceram como uma conversa, também via Zoom, seguindo uma lista de tópicos e trocando experiências vividas ao longo do processo. As conversas tiveram duração aproximada de uma hora e meia. Todos os participantes do grupo de trabalho estiveram presentes nas conversas. Ao todo, cinco fundos concorrentes foram entrevistados.

(iii) Entrevistas com clientes existentes

Consistiu em perguntar aos potenciais clientes do novo produto financeiro, já clientes dos produtos existentes da gestora, se (i) teriam interesse no produto; (ii) quais características gostariam de ver no produto a ser desenvolvido; (iii) impressões a respeito de concorrentes; (iv) eventuais pontos de atenção e (v) maiores dificuldades hoje relacionadas ao problema a ser mitigado com o novo produto.

Todos do grupo de trabalho participaram das entrevistas que foram realizadas por videoconferência e tiveram duração de aproximadamente uma hora e meia. Ao todo, dez clientes existentes foram entrevistados.

(iv) Entrevistas com clientes potenciais

As entrevistas além de viabilizarem melhor entendimento do cliente/usuário final também tiveram viés comercial, a fim de conquistar o potencial usuário ao mesmo tempo em que ele ajuda na construção do produto. Neste caso, a entrevista se iniciava com uma apresentação da Gestora e dos principais aprendizados obtidos na etapa Exploração a respeito no tema. Após a apresentação, o diálogo era iniciado buscando entender o ponto de vista daquele cliente potencial a respeito de (i) diferenciais competitivos do produto a ser desenvolvido; (ii) preferências quanto à metodologia de análise, restrição e implementação do filtro ASG ao processo de investimento; (iii) principais dúvidas e preocupações; (iv) se há

interesse ou não em comprar o produto financeiro que está sendo oferecido; (v) atributos e características que acreditam ser essenciais para um produto do tipo ser bem sucedido. As entrevistas foram realizadas por videoconferência e todos do grupo de trabalho participaram. Ao todo, sete clientes potenciais foram entrevistados.

Como as entrevistas foram feitas de forma intercalada, cada interação foi realizada de uma nova maneira, incorporando novas hipóteses a serem testadas. Dessa maneira, algumas necessidades dos usuários identificadas nas pesquisas realizadas na etapa Exploração, tornaram-se hipóteses a serem testadas ao longo destas entrevistas. Buscou-se assim ajustar o discurso e as perguntas ao longo do processo, de forma a evoluir a profundidade das opiniões. A quantidade de entrevistas de cada tipo foi restrita por questões de alcance. Por conta de o produto se tratar de um produto exclusivo em um primeiro momento, foram poucos os clientes que tiveram acesso ao plano da gestora e, por isso, o número de clientes entrevistados foi limitado a 10 clientes existentes e 7 clientes potenciais. Com relação às entrevistas internas, todos os 18 empregados da gestora foram entrevistados, independentemente do cargo. Foram realizadas 5 entrevistas com concorrentes. Após todas as entrevistas, o grupo participante se reuniu e trocou impressões, buscou formas de aprimorar as hipóteses em linha com o resultado das entrevistas e registrar o conhecimento obtido através da formulação de parágrafos de resumo e conclusão de cada uma das entrevistas.

3.2.1. Observação

A parte de observação foi realizada também com três tipos de “personas” diferentes, o primeiro constituído pelos fundos concorrentes, buscando entender como é a sua relação com os clientes, o segundo constituído pelos próprios clientes e o terceiro constituído pelos outros *stakeholders* do ecossistema, tais como consultorias focadas em ASG e organizações sem fins lucrativos que buscam regular e padronizar o mercado como o PRI (Princípios para o Investimento Responsável) e o CFA Institute.

A observação de outros fundos se deu em diversos âmbitos. Quando se trata de pesquisa quantitativa, buscou-se entender a carteira ASG dos fundos através de bases da CVM e da Bloomberg, evolução de ativos sob gestão e performance ao longo do tempo *versus* principais benchmarks. Para a parte qualitativa, o grupo – formado pela autora juntamente com dois sócios

da gestora e uma analista - buscou acompanhar *lives* realizadas pelos fundos concorrentes a respeito do tema ASG, acompanhar notícias do mercado para entender principais movimentações nacionais e globais, ler documentos oficiais dos fundos como Cartas do Gestor, Política de Investimento ASG e apresentações de resultados. A parte qualitativa aplicada para fundos concorrentes também foi aplicada às organizações sem fins lucrativos.

Em relação aos clientes, a observação foi realizada através de fóruns de discussão específicos de mercado financeiro e que se tratava do tema em questão do produto financeiro, posts em redes sociais, posicionamento em *lives* e notícias.

3.2.2. Vivência

A vivência foi realizada de forma a se “colocar no lugar” do investidor sofisticado, o cliente potencial em um primeiro momento para quem o fundo seria exclusivo. Em seguida, também aconteceu a vivência do cliente de varejo, geralmente pessoa física com cheques menores.

A vivência do investidor institucional foi realizada por meio da simulação de um investimento em um fundo com características semelhantes ao do produto financeiro em desenvolvimento, ou seja, foram realizadas reuniões com outros fundos com o pretexto de investir em produtos similares, simulando as mesmas necessidades que os clientes relataram nas fases de entrevistas, tais como (i) dificuldade de convencer o comitê de investimento a aplicar o dinheiro em produtos financeiros do tipo; (ii) necessidade de alocar o dinheiro destinado a investimentos de impacto porém com pouca oferta de qualidade no mercado; (iii) preocupação real pelo impacto gerado pelo dinheiro investido e a capacidade de engajamento dos investidores perante as empresas; (iv) buscando evitar cair em discursos *greenwashing*; etc. Além das reuniões, o grupo buscou fazer a diligência dos fundos na internet, através da análise dos sites institucionais, buscando por políticas de investimento, cartilhas focadas no tema e sinas de compromisso com instituições ASG, como o PRI. Notícias também fizeram parte do processo de diligência.

Do ponto de vista do investidor de varejo, de cheques menores, a forma de vivenciar foi através das plataformas de investimento como XP e BTG Digital. Desde a criação do cadastro até o aporte em produtos similares, passando pelo processo decisório na plataforma e fora dela.

O processo decisório fora da plataforma consiste na pesquisa inicial dos fundos presentes, que possuem a mesma proposta de investimento, seja buscando entender melhor o fundo em questão, como também o tema em pauta. Aspectos como facilidade de encontrar informações e do processo de inscrição na plataforma até mesmo disponibilidade de informações oficiais foram analisados ao longo do processo de vivência do cliente de varejo.

3.3.Síntese

A Síntese é a etapa em que buscou-se representar todo o conhecimento obtido nas etapas anteriores (Explorar e Imersão) em narrativas, ferramentas e mapas que descrevam com clareza o problema estudado e as principais descobertas.

3.3.1. Diagrama de afinidades

O diagrama de afinidades foi realizado a fim de sintetizar informações a respeito do tema estudado que foi o ASG, também atributos a respeito do produto e do usuário final. O resultado se deu em um Powerpoint. Para a elaboração do diagrama de afinidades, as etapas abaixo foram seguidas:

- 1) Seleção dos temas a serem abordados: os temas escolhidos foram os considerados essenciais para a continuidade do projeto, incluindo (i) necessidades do cliente, sendo este o institucional e o de varejo; (ii) características do produto financeiro a ser desenvolvido; e (iii) definições do tema estudado
- 2) Os participantes do grupo envolvido no projeto (dois sócios e dois analistas) reúnem informações verbais, citando ideias (como no *brainstorming*)
- 3) Ideias foram anotadas em caixas de texto no PowerPoint que era visível para todos os participantes da videoconferência realizada por meio do Zoom e posteriormente organizadas.
- 4) Cada caixa de texto contendo as ideias são agrupadas por “afinidade” buscando seguir a ideia central de cada ficha;
- 5) Cada grupo de fichas foi classificado em um tema após separado;
- 6) O diagrama com base no conteúdo das fichas é feito e as relações entre temas são indicadas via setas;

A exposição do resultado foi realizada no dia seguinte para o grupo que desenvolveu e para outros 3 sócios e 2 analistas para a realização da discussão.

3.3.2. Persona e Mapa de Empatia

Para a criação do Mapa de Empatia, o grupo envolvido no projeto se reuniu para definir 2 tipos principais de cliente alvo: (i) Cliente Institucional Engajado e (ii) Cliente Pessoa Física Engajado. Para o desenvolvimento do mapa, dois sócios da gestora com mais exposição aos clientes, juntamente com a autora e mais dois analistas, participaram de uma sessão em vídeo conferência de 3 horas e realizaram um *brainstorming* para montar um mapa de empatia para cada tipo de cliente alvo do produto a ser desenvolvido.

3.3.3. POV

Nesta etapa, buscou-se estabelecer, com base nas descobertas realizadas na fase de imersão, uma frase capaz de resumir o ponto de vista do cliente frente ao problema, permitindo fazer a passagem da etapa de entendimento do cliente para a construção dos primeiros testes de solução.

Como entende-se que o fundo terá dois clientes-alvo distintos, foram desenvolvidas duas frases de resumo, uma frase desenvolvida para o cliente institucional, foco no primeiro momento, e outra frase desenvolvida para o cliente pessoa física, que também é alvo do novo produto. A criação das frases foi feita pela autora, que presenciou todas as etapas anteriores, e apresentada aos sócios que participaram das etapas anteriores para a validação do seu conteúdo.

3.3.4. Requisitos

Foi percebida a necessidade de restringir algumas ideias para que o produto a ser desenvolvido satisfaça as algumas necessidades do cliente percebidas nas etapas anteriores. Desta forma, os requisitos considerados essenciais para o projeto foram listados a fim de guiar o desenvolvimento do produto financeiro. O processo de listagem dos requisitos foi feito em uma sessão de 40 minutos com o grupo responsável pelo projeto como parte final do processo de Síntese.

3.4.Ideação

A fase de ideação é realizada com reuniões diversas de *brainstorm*, onde ideias relacionadas à solução são desenvolvidas. Neste caso em específico, as ideias discutidas na fase começam na definição de como a gestora entende os conceitos ASG e suas implicações nas empresas, ou seja, tipos de análise que podem ser realizadas.

A etapa inicial de consolidação dos conhecimentos e desenvolvimento da definição própria é essencial para incorporar os conceitos e adaptá-los à gestora. Esta etapa também é importante pois reforça um dos tópicos que são bem avaliados pelos clientes, que é a questão da consistência e filosofia da gestora quanto ao produto. O valor percebido pelo cliente dessas características é relevante, como estudado nas etapas anteriores e solidificado na etapa do diagrama de afinidades, e por isso, a etapa de desenvolvimento da visão da gestora sobre o tema se faz essencial.

Ao total, foram 15 sessões de *brainstorming*, que tiveram duração de 45 minutos até 1 hora e meia, realizadas com diferentes pessoas da gestora e com especialistas externos a fim de maturar as ideias e desenvolver conceitos que sejam de ampla concordância dentro da gestora. Cada um dos temas discutidos precisou de pelo menos quatro iterações com grupos diferentes para chegar no resultado apresentado na seção de Resultados.

Parte do *storytelling* e das características do produto financeiro a ser comercializado é a forma com que a casa enxerga o tema e atua no momento de investimento, ou seja, como faz a integração ASG nos seus processos para alocar o dinheiro captado via o fundo ASG. Para tanto, a etapa de ideação contou com 4 passos iniciais, considerados essenciais, descritos abaixo:

(i) Entendimento das esferas ASG e seus subtópicos

Motivação: Nesta etapa o grupo do projeto buscou consolidar todo o conhecimento obtido nas etapas anteriores e resumir em subtópicos principais para cada esfera. A importância desta etapa se dá por conta da necessidade de a gestora ter uma visão unificada a respeito das esferas e implementar na sua filosofia e processo de investimento. Ao longo da revisão bibliográfica, foi encontrado diversas definições diferentes para as esferas e os subtópicos que englobam.

Passo a passo: Para definição do resultado, apresentado na seção 4.4.1, foram necessárias 4 sessões de *brainstorm*. A primeira contou com o grupo restrito de trabalho, que é composto por

dois sócios, a autora e uma analista também envolvida no projeto. A segunda etapa se deu com o grupo envolvido compartilhando as ideias da primeira sessão para dois consultores externos especialistas no tema, contratados pela gestora, que sugeriram ajustes e deram mais ideias. Ao implementar ajustes na definição, o grupo fez a terceira sessão de *brainstorm* que envolveu todos os funcionários da gestora, que fizeram sugestões limitadas ao conhecimento prévio desenvolvido em etapas anteriores que participaram, como algumas entrevistas com clientes e fundos concorrentes. A quarta sessão foi uma etapa de *brainstorm* restrita ao grupo envolvido no projeto para adaptar os *feedbacks* recebidos pelos consultores externos e as sugestões dadas pelos outros sócios e funcionários da gestora. Com o processo adaptado, foi consolidada a versão final do entendimento das esferas ASG e seus subtópicos, base para todos os passos posteriores.

(ii) Aspectos ASG a serem analisados no processo de investimento

Motivação: uma das características mais valorizadas pelos clientes entrevistados e mais discutidas nas bibliografias revisadas é a questão da incorporação dos aspectos ASG no processo de análise. É a integração que define se o produto é ou não uma forma de *greenwashing*, se a gestora realmente incorpora o ASG na sua filosofia, se o processo de análise de fato leva em consideração o filtro ASG, se os analistas entendem, dominam e aplicam os conceitos, se a gestora exerce influência positiva nas empresas com que se relaciona e/ou investe. Portanto, a definição de aspectos considerados relevantes no momento de análise ASG é essencial e servirá como guia nas análises a serem realizadas. Foi pensado, inclusive, em tornar o resultado desta etapa aberto aos investidores do novo produto, buscando a transparência extrema. Desta forma, o grupo envolvido buscou quebrar cada subtópico definido na etapa anterior em diferentes análises e questões a serem checadas em uma empresa qualquer, que deverá ser ponderado pela materialidade posteriormente.

Passo a passo: Para definição do resultado, apresentado na seção 4.4.2, foram necessárias 6 sessões de *brainstorm*. A primeira contou com o grupo restrito de trabalho, buscando pensar nas mais diversas possibilidades de análise para cada subtópico. A segunda e a terceira etapa se deram com o grupo envolvido discutindo novas ideias com analistas de investimento (na segunda participaram dois e na quarta sessão participaram mais três), acostumados com o processo tradicional de análise e que eventualmente já tinham se deparado com análises de

aspectos ASG, principalmente Governança. Os analistas fizeram diversas sugestões que foram anotadas e incorporadas às ideias da primeira sessão. A quarta sessão se deu com dois consultores externos especialistas que sugeriram mais análises, que foram incorporadas. A quinta sessão foi realizada juntamente a um analista de investimento de outra gestora, que já atua no segmento há anos. Ele sugeriu análises que costuma realizar e também as mais complexas, mas que geraria grandes benefícios se realizadas. A sexta sessão foi realizada com todos os funcionários da gestora, buscando maior diversidade de pensamentos. Todas as sessões foram documentadas e posteriormente a autora consolidou todas as ideias discutidas, apresentadas nos resultados.

(iii) *Framework* de Integração ASG na gestora

Motivação: Como descrito anteriormente, uma das qualidades mais percebidas pelos clientes institucionais, principalmente, é a consistência do discurso da gestora quanto ao produto desenvolvido e o rigor e cautela na hora de aplicar as análises ASG no processo de investimentos. Portanto, entende-se como essencial a definição de um *framework* de integração ASG na gestora, elencando o passo a passo necessário e plausível dadas as condições naturais da empresa para garantir a consistência do discurso.

Passo a passo: Para definição do resultado, apresentado na seção 4.4.3, foram necessárias 3 sessões de *brainstorm*. A primeira contou com o grupo restrito de trabalho, buscando pensar no passo a passo ideal para a gestora dadas as condições naturais e o que precisaria ser feito para uma integração completa ser feita. A segunda foi realizada com todos os funcionários da gestora, buscando maior diversidade de pensamentos e entender como cada um entendia as dificuldades de cada etapa e consideraria essencial para obter o objetivo final. A terceira etapa foi realizada somente com dois fundadores da gestora e dois sócios envolvidos com o projeto, a fim de ter uma discussão mais estratégica e definir o que é factível ou não dentro das condições da empresa. Todas as sessões foram documentadas e posteriormente a autora consolidou todas as ideias discutidas, apresentadas nos resultados deste documento e que também foi apresentado ao time inteiro após concluído. O *framework* foi aprovado e colocado em prática, sujeito a modificações no meio do caminho.

(iv) Motivação da gestora

Motivação: Seguindo a mesma motivação do tópico anterior (iii) e identificada a necessidade de ter uma definição única da motivação da gestora para que fosse a “capa” da empresa perante seus clientes institucionais e que ao mesmo tempo refletisse claramente as intenções mais sinceras da gestora a lançar o produto.

Passo a passo: Para definição do resultado, apresentado na seção 4.4.4, foram necessárias 2 sessões de *brainstorm*. A primeira contou com dois fundadores da gestora e dois sócios envolvidos com o projeto mais a autora e a outra analista envolvida, a fim de ter ideias que traduzam a forma de pensar dos fundadores da empresa e da cultura e valores enraizados nela. A segunda sessão foi realizada com todos os funcionários da gestora, buscando maior diversidade de pensamentos e entender como cada um entendia os pilares da empresa, como cada um enxergava o tema e o impacto potencial da nova filosofia a ser adotada. Ambas as sessões foram documentadas e posteriormente resumidas as ideias que foram de acordo comum e que mais apareceram em ambas as sessões. O resultado foi apresentado e aprovado pelos fundadores, se tornando a motivação oficial da gestora, guia dos projetos posteriores da casa relacionados ao tema ASG e incorporada aos pilares da cultura.

Por fim, o grupo se sentiu preparado para discutir quais as possibilidades de produtos a serem desenvolvidos na gestora. Por se tratar de questões menos subjetivas, mais relacionadas à área comercial e do tema estudado até então, a maioria das discussões realizadas sobre as possibilidades de produto financeiro e os subtópicos listados abaixo foram restritas ao grupo de trabalho. A apresentação do resultado para o time todo foi feita em um evento institucional, que contou com uma sessão de *brainstorm* em que algumas sugestões foram feitas e acatadas pelo grupo.

3.5. Implementação

A implementação do projeto começou com o desenvolvimento do *Value Proposition Canvas* (VPC), e tratou-se da proposta inicial do modelo de negócios, chamada de 1ª dimensão da implementação. O VPC foi escolhido por se tratar do desenvolvimento de um produto considerado radical para a empresa em questão. Outros fatores como a necessidade de se utilizar um processo rápido e iterativo, de baixo custo financeiro e a busca do desenvolvimento de um produto completamente voltado ao cliente também pesaram na escolha do VPC. A partir do VPC, as hipóteses de perfil de cliente e relacionadas ao mapa de valor são levantadas – esta é

considerada a 2ª dimensão da implementação. Em seguida, os testes são definidos e realizados através do MVP – que se trata da 3ª dimensão da etapa de implementação. Os aprendizados são documentados e incorporados aos próximos passos. As dimensões apresentadas anteriormente são descritas na Figura 13.

Figura 13: Dimensões da etapa de Implementação



Fonte: elaborado pela autora

Idealmente, este ciclo dentro das dimensões descritas é realizado quantas vezes for necessário. No caso descrito neste documento, foram realizadas três iterações até encontrar uma solução satisfatória e com boa aderência do público-alvo. A etapa de implementação durou cerca de dois meses por conta das iterações realizadas para refinar a solução.

3.5.1. Value Proposition Canvas (VPC)

O VPC, correspondente à 1ª dimensão da etapa de implementação, é preenchido pelo grupo restrito presente em todas as etapas anteriores, respeitando o passo a passo indicado pelo autor do *framework*. O preenchimento e as revisões necessárias foram realizados em reuniões de aproximadamente uma hora, consolidando os conhecimentos obtidos até então.

Os pontos de atenção levantados por Osterwalder et al. (2014) em seu livro foram levados a sério pelo grupo envolvido. Alguns exemplos são: (i) evitar misturar diferentes tipos de cliente em um perfil, desenvolver mais de um *canvas* se necessário; (ii) buscar a maior quantidade de informações possível para preencher o *canvas*; (iii) ser específico na descrição das dores e ganhos; (iv) focar nas tarefas funcionais, mas também nas tarefas sociais e emocionais; etc.

3.5.2. Hipóteses

As hipóteses, correspondentes à 2ª dimensão, são levantadas com base nas premissas colocadas no VPC. Ou seja, a cada versão desenvolvida do VPC ao longo do processo de implementação da solução novas hipóteses são criadas e/ou adaptadas e testadas. As hipóteses são definidas e então ranqueadas pela importância que possui na garantia do sucesso do produto. O ranking define quais hipóteses serão testadas primeiro. No caso em questão, as hipóteses foram geradas logo em seguida do desenvolvimento e/ou revisão do VPC, pelo mesmo grupo restrito envolvido no projeto ao longo de todas as etapas. As discussões de definição de hipóteses duraram em média uma hora e quinze minutos e, assim como as interações com o VPC, foram realizadas três vezes.

3.5.3. Testes

Com base nas hipóteses definidas a partir do VPC, os experimentos – dentro a 3ª dimensão da etapa de Implementação – são estruturados e colocados em prática. A metodologia utilizada para planejar e documentar os testes foi baseada nos cartões de teste apresentados por Osterwalder (2014), porém adaptada. O cartão utilizado nos testes foi o seguinte:

Figura 14: Cartão de teste

Nome do teste	
Hipótese a ser testada	Criticidade da hipótese ● ● ●
Definição e passo a passo do teste realizado	Custo ● ● ●
Como será medido o resultado do teste?	Confiabilidade dos dados ● ● ●
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado?	Tempo necessário ● ● ●

Fonte: elaborado pela autora

Após o desenvolvimento de diversos testes a serem realizados com o protótipo, estes foram organizados em ordem de dificuldade, importância e relevância. Os testes mais rápidos e menos custosos tiveram prioridade na execução. Com a definição dos testes prioritários, os MVPs de baixa fidelidade eram construídos.

3.5.3.1. MVPs de baixa fidelidade

Os MVPs, necessários para a realização da etapa de testes, são criados com base no que deseja ser testado. No caso descrito neste documento, os MVPs desenvolvidos foram diferentes formas de mostrar o produto via *slides* para o público-alvo, buscando compilar as principais dúvidas, preocupações e *feedbacks* e então buscar desenvolver o elo fraco percebido na conversa com o cliente potencial. Cada MVP desenvolvido teve um tempo gasto diferente. Os MVPs foram desenvolvidos e apresentados pela autora.

3.5.4. Aprendizados

Para capturar e estruturar os *insights* de cada experimento, foi utilizado um cartão de aprendizado, baseado na sugestão de Osterwalder (2014). O cartão utilizado é apresentado na Figura 15.

Figura 15: Cartão de Aprendizado

Nome do teste
Hipótese que foi testada
O que foi observado? Qual o resultado do teste? Confiabilidade dos dados 
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos?
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos insights?

Fonte: elaborado pela autora

Depois do cartão preenchido para cada teste é discutido se as hipóteses foram validadas ou não, se o aprendizado gerado pelo teste foi suficiente ou não. Se sim, é recomendado seguir para a próxima hipótese na lista de prioridade. Assim que a qualidade dos *insights* e dos dados obtidos nos testes for satisfatória, é recomendado seguir para a execução da solução.

4. RESULTADOS OBTIDOS

Nesse capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da aplicação do método proposto na criação do produto financeiro. Primeiramente foi executada as etapas de Exploração e Imersão, em que o tema e o cliente potencial são estudados a fundo. Em seguida, foi realizada a Síntese e a Ideação em que o conhecimento obtido é sintetizado e traduzido em ideias relacionadas à solução. Então, é executada a Implementação que passa por três iterações do ciclo de testes, hipóteses e aprendizados. No processo foi construído MVPs de baixa e alta fidelidade e realizada a busca pelos primeiros clientes.

4.1. Exploração

4.1.1. Pesquisa Secundária

A primeira etapa do processo, a Exploração, é dedicada ao entendimento do panorama nacional e internacional do tema a ser explorado, busca-se *benchmarks* e estudos prévios a respeito do tema, tanto no Brasil quanto globalmente. A análise inicial das forças, fraquezas, oportunidades e ameaças do produto a ser criado também é realizada a fim de aprofundar nas oportunidades e ameaças que o produto pode ter.

4.1.1.1. Definição de ASG

A sigla *Environmental, Social and Governance* (ESG) é uma expressão utilizada internacionalmente para referenciar aspectos ambientais, sociais e de governança de uma empresa. Conceituamos o termo neste trabalho pela óptica de Kuzmina e Lindemane (2017), que entendem o termo ASG como “um conjunto de princípios de operação de uma empresa que investidores que desejam demonstrar responsabilidade social aplicam para filtrar oportunidades de investimento” (KUZMINA; LINDEMANE, 2017). Investimento ASG é entendido como um processo de investimento que considera não apenas o cenário macroeconômico, a estratégia da corporação e os aspectos financeiros, mas também dados não financeiros e posicionamento da empresa no tema de desenvolvimento sustentável, ao avaliar os potenciais alvos para um investimento de longo prazo. Ao aplicar técnicas de investimento ASG, alguns participantes mitigam a indústria e riscos específicos da empresa, porque as empresas com melhores práticas ASG estão menos expostas a grandes riscos de queda.

As empresas com padrões de qualidade mais elevados, melhor controle de risco e conformidade com a regulamentação são menos vulneráveis a choques de mercado sistemáticos e têm menos desvantagens específicas da empresa. Portanto, o investimento ASG pode ser usado como uma ferramenta complementar de gerenciamento de risco.

É importante ressaltar que o conceito de Investimento ASG não deve estar atrelado ao altruísmo ou à promoção de investimentos em empresas que apoiam o meio ambiente buscando maior reconhecimento na sociedade, mas sim como uma nova perspectiva de análise, que permite analisar ativos por ópticas diferentes das tradicionais, encontrando pontos de atenção e gerenciando riscos. Este inclusive é um dos principais objetivos dos investidores ao incorporarem aspectos ASG em seus processos de investimento e análise (DUUREN, 2016). Segundo a SITAWI, consultoria brasileira reconhecida pela sua relevância em pesquisas relacionadas ao tema, na esfera Ambiental encontram-se os temas Recursos naturais, Mudanças climáticas, Gestão de resíduos e Biodiversidade, e utilização da terra; na esfera Social encontram-se capital humano/funcionários Clientes, Fornecedores e comunidades; finalmente na esfera Governança encontram-se transparência; práticas de mercado e Ética da empresa.

Para a gestora de recursos JGP, fundada em 1998, amplamente reconhecida no mercado com mais de 21 bilhões de reais em ativos sob gestão, a definição presente na sua carta de investimento ASG, publicada em julho de 2020, é a seguinte: (i) **Fatores ambientais**, medida da conservação do mundo natural em que se leva em consideração os esforços acerca da questão climática, as emissões de gases de efeito estufa (CO₂, gás metano), a poluição, a biodiversidade, e a gestão de resíduos e efluentes. (ii) **Fatores sociais**, medida das considerações das pessoas e suas relações com a empresa em que são levados em consideração fatores como satisfação do consumidor, engajamento dos funcionários, diversidade, relações com comunidades, proteção de dados e relações de trabalho. (iii) **Fatores de Governança**, medida dos padrões para gerir uma empresa e leva em consideração a composição do conselho de administração, a estrutura dos comitês de auditoria e fiscal, processos para evitar corrupção e ouvidoria.

Para a Anbima, em seu Guia ASG 2019, as esferas são divididas em (i) Ambiental, que leva em consideração o uso de recursos naturais, a emissão de carbono, a eficiência energética, a poluição e a tecnologia limpa; (ii) Social, que trata de políticas e relações de trabalho, política

de inclusão e diversidade, treinamento da força de trabalho, direitos humanos, privacidade e segurança dos dados; e (iii) Governança, encarada como independência do conselho, diversidade na composição do conselho de administração, remuneração do conselho de administração, ética da empresa e transparência. Por fim, foi percebido que havia alguns pontos de intersecção entre as definições dos subtópicos dentro de cada esfera, porém com algumas divergências. Na etapa de Ideação, a autora junto aos sócios da gestora, define quais são os subtópicos entendidos como oficiais para o projeto e potenciais análises dentro de cada um dos tópicos.

Um conceito relevante dentro da esfera ASG, é o *greenwashing*. Dentro do contexto atual muitas empresas estão se esforçando para melhorar suas posições ambientais, apresentando seus esforços ambientais ao público. Para comunicar seus esforços, as empresas aplicaram estratégias de “marketing verde” para ajudar a aumentar sua vantagem competitiva e atrair consumidores ecologicamente conscientes. No entanto, nem todas as alegações de “marketing verde” refletem com precisão a conduta ambiental das empresas. Enquanto algumas empresas de fato diminuíram suas pegadas ambientais, outras exageram seus esforços ou simplesmente afirmam ser ambientalmente responsáveis quando não o são. Este fenômeno é conhecido como *greenwashing*. (Garfield, 1991).

4.1.1.2. Investimento Responsável e sua importância

Diversos termos são utilizados para nomear investimentos que considerem os aspectos ASG tanto no mercado quanto na literatura acadêmica. O Investimento Responsável, por sua vez, é entendido como a “abordagem de investimento que reconhece a relevância dos fatores ambientais, sociais e de governança juntamente com a saúde e a estabilidade a longo prazo do mercado como um todo” (PRI, 2016, p. 4, tradução livre). O termo Investimento Responsável é uma abordagem utilizada pelo mercado, bastante difundida e que engloba investidores que visam apenas retorno financeiro com seus investimentos (PRI, 2019). O Investimento Responsável é essencial para a evolução do mundo considerando aspectos socioambientais por conta do grande impacto que gera em grandes empresas, que buscam se adequar às práticas exigidas pelos investidores que adotam os princípios. Segundo Ioannis Ioannou, professor na London Business School, dentre as 100 maiores organizações do planeta, 31 são governos, enquanto 69 são empresas. O mesmo professor afirma que a receita das 10 maiores empresas

do mundo é maior do que o PIB das 100 menores economias do planeta, exemplificando a relevância que as grandes empresas têm no planeta e nas atividades exercidas. A Unilever, por exemplo, relaciona-se diariamente por meio de seus produtos e serviços com 2,5 bilhões de pessoas, o que representa 32% da população global calculada pela ONU em julho de 2020. Por conta da relevância e do impacto gerado, estas empresas não devem se esquivar de posicionarem-se interna e externamente em relação às questões relevantes para o futuro do planeta, como o aquecimento global antropogênico, o racismo etc. Uma forma eficaz de forçar as empresas a terem atitudes mais sustentáveis é via incentivo dos investidores. (IOANNOU, 2013)

4.1.1.3. Framework de Integração ASG

O CFA Institute, em seu relatório de Integração ASG no Brasil publicado em 2019, apresentou o resultado das pesquisas realizadas com mais de mil e cem profissionais ao redor do mundo e de entrevistas com gestoras relevantes no Brasil. Em resumo, o relatório traz o ponto de vista de diferentes estratégias para incorporar os fatores ASG no processo de investimento. Há diversas formas de integrar os aspectos ASG, mas que são divididos em dois grandes tópicos: (i) *Screening*, que se trata da aplicação de determinados filtros ao universo de investimento e (ii) *Integration* **que** se trata da integração das análises ASG no processo oficial de análise de investimento (CFA, 2019). Vale ressaltar que as estratégias não são excludentes e, segundo o CFA Institute, são estratégias frequentemente combinadas. O CFA ainda ressalta que não há uma definição única para ASG nem uma prática unificada que seja a melhor para a integração ASG. Logo, a integração da análise ASG ao processo de investimento deve ser realizada da forma que se adeque melhor à cada empresa, recursos e clientes (CFA, 2019, pg. 6). O instituto define a Integração ASG como a “inclusão sistemática e explícita de fatores ASG na análise e nas decisões de investimento” junto com fatores tradicionais. É entendido como uma abordagem holística do processo de análise de investimento, no qual os fatores importantes, ASG e financeiros/contábeis tradicionais, são identificados e avaliados para se compor de uma decisão de investimento. (CFA, 2019, pg. 12).

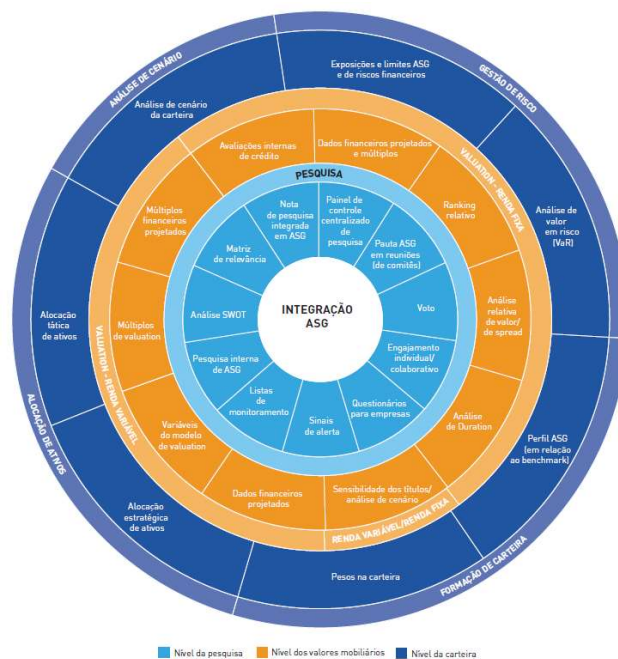
Do ponto de vista do instituto, a Integração possui três componentes. O primeiro é a pesquisa que engloba a coleta de informações ASG sobre o ativo avaliado em relatórios corporativos, via pesquisa terceirizada de investimento e outras alternativas como bases de

dados públicas; análise de relevância, isto é, entendimento da materialidade de cada tema ASG para a empresa, levando em consideração o seu setor de atuação e especificidades do país em que está incluso; avaliação da atuação engajada de investidores, isto é, acompanhar e monitorar o desenvolvimento e execução de práticas ASG nas empresas investidas através de reuniões, contato direto, relatórios periódicos, etc.. O segundo componente é a análise da carteira e dos títulos, que engloba a avaliação do impacto ASG sobre o desempenho corporativo e de investimento, que pode desencadear ajustes em dados financeiros projetados, alterações em variáveis do modelo de *valuation* e alteração em múltiplos de valuation, avaliações internas de crédito e/ou pesos da carteira. Por último, há a decisão de investimento que engloba fatores financeiros tradicionais juntamente aos fatores ASG influenciam a decisão de comprar ou vender ativos, assim como mudar o peso na carteira de investimentos. (CFA, 2019)

O CFA Institute também deixa claro o que não considera ser Investimento ASG. O primeiro item é a proibição de investimentos em setores, países ou empresas, e evidencia que o filtro de exclusão é diferente de Integração ASG e este geralmente é aplicado antes da realização de investimento e a integração ocorre durante o processo e não exclui automaticamente nenhum setor, empresa ou país do investimento. Outro fator que não é parte de um investimento ASG é ignorar os fatores tradicionais de investimento. Isto se dá porque a análise ASG busca a redução de riscos através da descoberta de “riscos ocultos” nos processos tradicionais de análise e a maximização de retornos causada pelo bom desempenho das companhias que buscam operações cada vez mais alinhadas com aspectos ASG. Por fim, aplicar mudanças radicais no processo de investimento. Entende-se o ASG como apenas uma ferramenta para complementar o processo de investimento e que pode ser incorporado a um modelo pré-existente ou não, não se trata de uma mudança radical. (CFA, 2019)

O CFA Institute e o PRI reuniram as diversas técnicas utilizadas pelos profissionais que tiveram acesso e entrevistaram e desenvolveram uma matriz de Integração ASG, presente na Figura 16. A matriz em questão foi desenvolvida utilizando os resultados de uma análise profunda realizada com investidores em todo o mundo. Vale ressaltar que a matriz não representa um passo a passo e sim uma gama de práticas utilizadas pelo mercado, para servir de referência para investidores que estiverem começando a integrar o ASG.

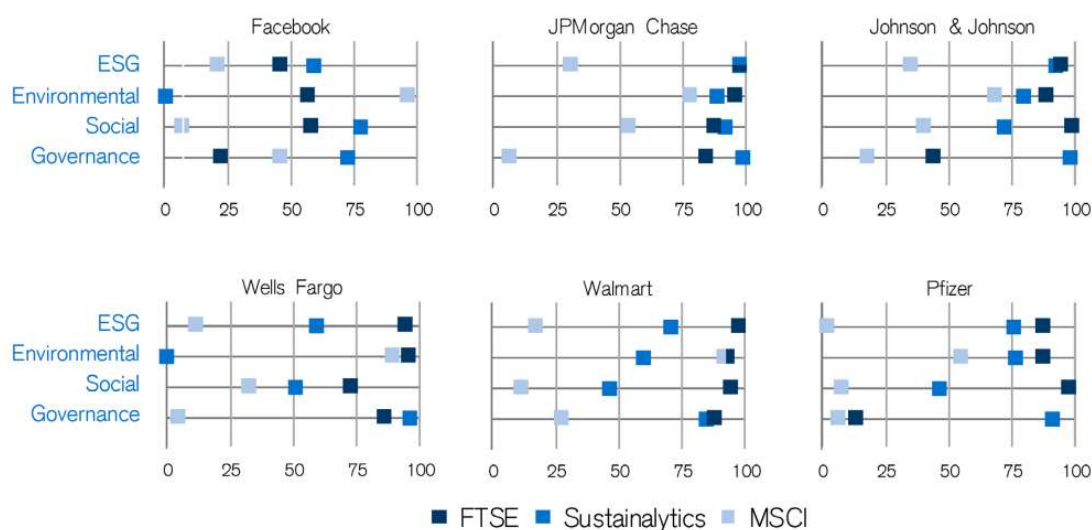
Figura 16: Matriz de Integração ASG



Fonte: CFA Institute e PRI, 2019

Diversas casas de análise, que fazem avaliações periódicas de ativos, passaram a dar notas para os aspectos ASG das empresas, porém, em um estudo realizado pelo Credit Suisse em 2020 (*“Divergence in Rating: Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020”*), há uma divergência relevante nas avaliações entre as casas de análise mais famosas que são o FTSE, o Sustainalytics e o MSCI. O estudo mostrou que para algumas das maiores empresas dos Estados Unidos, as casas especializadas em avaliação de ativos obtiveram notas divergentes e até mesmo opostas em alguns casos, como exemplificado na Figura 17. A divergência observada pelos analistas do Credit Suisse (2020) desperta o questionamento a respeito da subjetividade das análises ASG, por conta da escassez de informações no mercado e da não-padronização das análises. Além disso, por não se tratar de informações reguladas, ao contrário de aspectos financeiros, há elevada assimetria de informação.

Figura 17: Divergências de Ratings pelas agências especializada

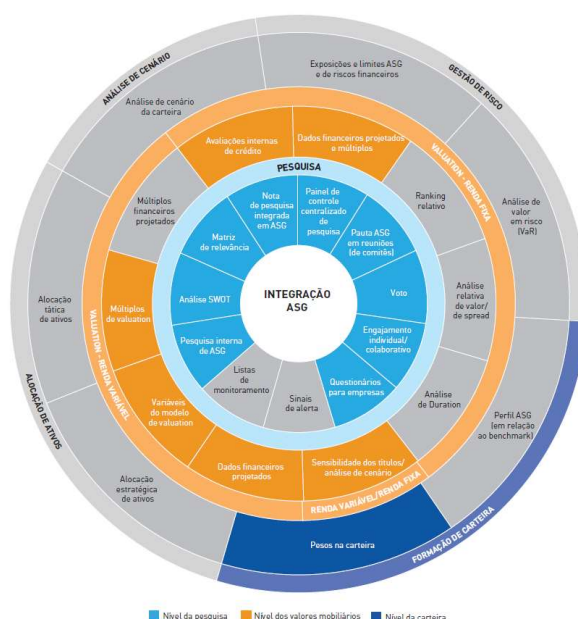


Fonte: Credit Suisse (2020)

4.1.1.4. Integração ASG no Brasil

Segundo o CFA Institute, em seu relatório de Integração ASG (2019), as práticas de integração ASG no Brasil estão mais presentes na renda variável do que nas demais possibilidades de investimento. O Instituto concluiu por meio de sua pesquisa que a abordagem mais utilizada pelos profissionais é a avaliação qualitativa dos fatores ASG que influenciam decisões de compra, venda ou manutenção de ativos nas carteiras de investimento. A forma de análise quantitativa dos fatores ASG é menos popular no Brasil, principalmente por conta da falta de informações por parte das empresas (CFA, 2019). O instituto levantou que dentre as técnicas utilizadas para fundamentar decisões, as mais frequentemente utilizadas pelos profissionais são: (i) Questionários; (ii) Pontuações ASG de terceiros (ratings); (iii) Pontuações ASG proprietárias; (iv) Matrizes de relevância/sustentabilidade; (v) Análise SWOT; e (vi) Painéis de controle (CFA Institute, 2019). Além disso, o CFA desenvolveu uma nova matriz de integração ASG focada nas práticas brasileiras, resultando na Figura 18, em que as principais práticas brasileiras estão coloridas enquanto as menos utilizadas estão em cinza.

Figura 18: Matriz de Integração ASG adaptada ao Brasil



Fonte: CFA Institute, 2019

Com base nos estudos realizados pelo CFA Institute em parceria com o PRI, foi possível mapear as formas mais recorrentes de integrar os aspectos ASG no dia a dia das casas de investimento, no Brasil e no mundo.

4.1.1.5. Motivação para investimentos ASG

a) Aspectos ASG podem levar a maiores *valuations*

Em um recente estudo publicado pela MSCI (2020) foi exposta a correlação negativa das notas ASG das empresas e o custo de capital, analisando dentro do período de 2016 a 2019. Segundo o estudo do MSCI, tem-se que esta relação se faz verdadeira tanto para o custo de capital do acionista como para o custo de dívida, também é verdadeira para países desenvolvidos e emergentes. Este estudo desenvolvido pelo MSCI corrobora com a hipótese de que a incorporação de práticas ASG nas operações da empresa pode levar a um menor custo de dívida por iniciativas governamentais e/ou privadas para fornecer dívidas mais baratas para projetos ASG. Também promove a redução do custo de capital do acionista por conta da redução do *beta* pela eliminação de riscos, o que resulta em um menor custo de capital (WACC).

b) Menor exposição a risco

A análise de aspectos ASG no processo de investimento é uma ferramenta de gestão de risco. Investimentos em ASG mitigam riscos operacionais, financeiros, de imagem e regulatórios relacionados à empresa, principalmente em mercados emergentes. (PRI, 2019)

Empresas com padrões de qualidade mais elevados, melhor controle de risco e conformidade com a regulamentação são menos vulneráveis a choques de mercado sistemáticos e têm menos desvantagens específicas da empresa. Portanto, o investimento ASG pode ser usado como uma ferramenta complementar de gerenciamento de risco. (JUKEMURA, 2019)

Esta subseção descreverá como a falta de consideração das questões ASG representa um risco adicional enfrentado por algumas empresas, que pode ser avaliado negativamente pelos investidores. Para torná-lo mais tangível, a autora abordará casos famosos de falta de atenção a aspectos ASG e consequências no preço da ação que foram identificados ao longo da revisão bibliográfica sobre o tema.

i) Volkswagen

Em setembro de 2015, a fabricante alemã de automóveis Volkswagen teve uma desvalorização de até 39% em seu valor de mercado após admitir que instalou dispositivos defeituosos em 11 milhões de veículos para trapacear nos testes de emissões. O evento levou o CEO, Martin Winterkom, à demissão. A alegada violação da Volkswagen da Lei do Ar Limpo dos Estados Unidos levanta uma série de questões sobre as práticas de gestão de produtos da empresa. Além da perda de credibilidade da marca que o ocorrido causou, a empresa enfrentou custos potenciais de *recall* relacionados a 482.000 veículos, com até 11 milhões de veículos possivelmente afetados. A empresa não só tentou enganar clientes e reguladores, mas o escândalo também destaca as fraquezas dos métodos de análise de empresa mais utilizados - como o fluxo de caixa descontado - para capturar toda a gama de riscos que as empresas possuem atualmente. O escândalo ilumina a necessidade de maior transparência corporativa e atua como outro argumento a favor da integração de fatores ASG no processo de tomada de decisão de investimento. (MSCI, 2016)

ii) JBS

No dia 17 de maio de 2017, os donos da holding J&F que é dona da JBS, até então a maior empresa de proteína animal do mundo, Joesley e Wesley Batista tiveram uma delação premiada envolvendo casos de corrupção. A empresa chegou a perder 47% do seu valor de mercado, como ilustrado na Figura 19. Agências de risco ficaram alertas às possíveis consequências negativas do envolvimento do grupo. A Moody's trocou a nota da empresa de Ba2 para Ba3, rebaixando-a. Com essa atualização, a empresa passa a ter mais dificuldade de acesso a crédito por conta do seu novo perfil de risco, que envolvia potenciais processos judiciais futuros e à uma pior avaliação da governança da empresa. A Fitch, outra casa de *rating*, também rebaixou a empresa. A JBS precisou lidar com a perda de credibilidade de sua marca, com campanhas de boicote aos seus produtos. Inclusive o IDEC (Instituto de Defesa do Consumidor) sugeriu que consumidores evitassem a compra de produtos da empresa. (El País, 2017)

iii) Vale

Vale S.A., uma das empresas mais valiosas do Brasil e a maior mineradora de ferro do mundo, sofreu no dia 25 de janeiro de 2019 seu segundo choque negativo devido ao rompimento de uma barragem de rejeitos. Ambos os desastres contribuíram para uma perda imensurável da reputação da marca, fazendo com que os preços das ações encolhessem imediatamente como consequência devido às multas esperadas e riscos adicionais enfrentados pela empresa, conforme mostrado na Figura 19. Chegando a perder 26% do seu valor. O primeiro incidente aconteceu em novembro de 2015 e é considerado a pior catástrofe ambiental da história do Brasil, envolvendo o rompimento de duas barragens operadas pela Samarco, joint-venture entre Vale e BHP Billiton, cada uma com 50% da propriedade. O segundo acidente foi semelhante ao primeiro, mostrando que a empresa manteve a falta de consideração das questões ASG após o primeiro incidente. A Vale sofreu consequências negativas significativas: foi autuada em R\$ 350 milhões em penalidades, oito executivos foram presos e seu ex-presidente, Fábio Schvartsman, foi temporariamente afastado do cargo. Além disso, a classificação de crédito da Vale foi colocada em revisão nas principais agências de classificação de crédito, sendo rebaixada pela Moody's de Baa3 para Ba113 e pela Fitch de BBB + para BBB-. A Vale está atualmente sofrendo as consequências negativas de ser rebaixada por agências de classificação

de crédito. Devido ao risco adicional, os investidores exigem maiores retornos para financiar as atividades da Vale, portanto, hoje a empresa tem um custo de capital maior e menor valor de mercado do que antes do acidente. (G1, 2019)

Em suma, as consequências dos desastres podem ser descritas como: (i) perda de reputação da marca, (ii) alto valor a ser pago a título de penalidades às autoridades e indenizações às vítimas, (iii) perda de pessoal experiente, (iv) perda de confiança para ser financiado a longo prazo e (v) gastos em investimentos de manutenção para evitar desastres futuros. Os casos descritos acima da Volkswagen, JBS e Vale exemplificam os riscos que empresas que negligenciam riscos ASG correm, tornando as empresas mais voláteis e mais suscetíveis a riscos com impacto negativo.

Figura 19: Evolução do preço das ações das empresas citadas em momentos de alta volatilidade



Fonte: Bloomberg

c) Melhoria de imagem e reputação da empresa

Por outro lado, as empresas com boas práticas ASG podem explorar melhores retornos resultantes da imagem e reputação de sua marca. Firms com maior valor de marca desfrutam de vantagens competitivas que possibilitam práticas como a possibilidade de cobrar preços mais altos e divulgação espontânea por pessoas que apoiam a marca e suas atitudes. Segundo a

Edelman Trust Barometer 2020, em 2019, 64% dos consumidores escolheram, trocaram, evitaram ou boicotaram marcas e produtos por conta da atitude das empresas em questões socioambientais. Tal número representa uma evolução da consciência da sociedade, já que em subiu de forma relevante se comparado com os 51% de 2017. É perceptível uma tendência estrutural de consumo consciente através dos números divulgados pela pesquisa.

d) Melhor eficiência operacional

Dentro da lista de análise dos investidores, está a eficiência de custo operacional das empresas. Este quesito é bastante considerado na hora de selecionar investimentos, por representar a capacidade da empresa de usar seus ativos para gerar o maior lucro possível para seus acionistas. Além disso, empresas eficientes podem sustentar fluxos de caixa mais fortes, enquanto lucros maiores permitem que tomem decisões que promovam sua competitividade. Levando em consideração os modelos de avaliação de empresas (mais frequentemente chamados de “*valuation models*”) mais adotados, fluxos de caixa mais fortes são traduzidos em previsões futuras de lucros e dividendos mais altas. Portanto, os investidores que preferem ações de crescimento ou de renda têm fortes motivações para procurar empresas eficientes.

De acordo com Khan et al. (2015) empresas que descobrem quais questões ASG são estrategicamente importantes para seus negócios e adotam práticas sustentáveis naquelas classificadas como as mais importantes têm melhor desempenho no mercado de ações do que os concorrentes. Ao analisar como a bolsa de valores avaliou os esforços das empresas globais para serem eficientes em carbono, a BlackRock concluiu que as empresas com uma maior melhoria em sua pegada de carbono superaram o mercado (BLACKROCK, 2018). A análise realizada usou o banco de dados ASSET4 para calcular a intensidade de carbono de todas as empresas MSCI World, dividindo suas emissões anuais de carbono pela receita líquida anual. Em seguida, as empresas foram classificadas e agrupadas em cinco quintis iguais com base em sua mudança ano a ano na pegada de carbono, sendo o primeiro trimestre composto por empresas que reduziram ao máximo o impacto de suas emissões e o quinto trimestre representando aquelas com a menor melhoria. Finalmente, o desempenho do preço das ações de cada quintil foi comparado com o MSCI World Index. Os resultados do experimento são representados graficamente na Figura 20, em que é percebido que empresas que mais

melhoraram sua performance em emissões de carbono performaram acima do índice MSCI World, que conta com uma cesta de ações do mundo.

Figura 20: Evolução da eficiência de carbonos e performance da ação



Fonte: MSCI (2020)

e) **Menor risco e custos de *compliance***

Por conta da crescente conscientização sobre a relevância das questões ASG e seus efeitos potenciais, as instituições globais estão preocupadas com a necessidade de promover o desenvolvimento sustentável, conforme descrito anteriormente. A tendência é que existam cada vez mais regulações socioambientais, principalmente pelo posicionamento dos governos nacionais em prol dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas e do Acordo de Paris em um futuro de curto prazo. Eventualmente, as empresas terão que adaptar suas operações à nova estrutura regulatória e esse processo provavelmente beneficiará as empresas que seguem princípios ASG e penalizará as que não se posicionaram. Em 2019, por exemplo, segundo o World Bank mais de 40 governos em todo o mundo adotaram alguma medida de precificação de carbono³. O governo brasileiro inclusive deu alguns sinais de adequação de sua legislação ao desenvolvimento sustentável com o estabelecimento da Lei

³World Bank. [Online] 2020. [Acesso no dia 22 de junho de 2020].
<https://www.worldbank.org/en/programs/pricing-carbon>

12.187 / 2009, denominada “Política Nacional sobre Mudança do Clima”, que é um marco regulatório nacional que legitimar o compromisso público de reduzir as emissões de gases de efeito estufa. ⁴

Outro benefício de estar à frente com relação a práticas e políticas ASG é a questão das linhas de crédito. Algumas instituições financeiras estatais brasileiras, como o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), estão criando linhas de crédito específicas que promovem projetos ASG a um custo de capital mais baixo ou melhores condições de reembolso. No caso do BNDES, através da emissão de R\$ 8,5 bilhões em debêntures sustentáveis e de infraestrutura, que contam com incentivo fiscal do imposto de renda. ⁵

f) Retenção de talentos

Segundo o relatório Global Talent Trends 2020 da Mercer, umas das maiores especialistas em RH do mundo⁶, 1 em cada 3 empregados prefere trabalhar para uma empresa que demonstre responsabilidade com todos os stakeholders; 1 em cada 2 empregados (50%) quer trabalhar para uma empresa que ofereça remuneração “responsável”; 49% preferem uma organização que cuide de suas situações financeiras e de saúde; 37% são motivados pela cultura, pelos valores e pelo propósito das empresas; 36% preferem empresas que foquem nas questões sociais e proteção do meio ambiente.

Marsh & McLennan em seu relatório publicado em 2020 busca atrelar questões ASG com engajamento dos empregados ⁷. Neste relatório, a empresa de consultoria analisou dados do portal MSCI ASG de mais de 7.500 empresas ao redor do mundo, e os principais resultados encontrados foram: Empregadores com funcionários altamente satisfeitos têm melhores avaliações em todos os aspectos ASG; Empregadores com imagem atraente para jovens talentos têm melhores avaliações em todos os aspectos ASG; Comparados aos pares, os melhores

⁴ Ministério do Meio Ambiente. [Online] 2009. [Acesso no dia 22 de junho de 2020]. https://www.mma.gov.br/estruturas/smcq_climaticas/_arquivos/plano_nacional_mudanca_clima.pdf

⁵ Valor Econômico. [Online]. 2020. [Acesso em 30 de outubro de 2020]. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/19/bndes-preve-r-85-bi-para-projeto-esg.ghtml>

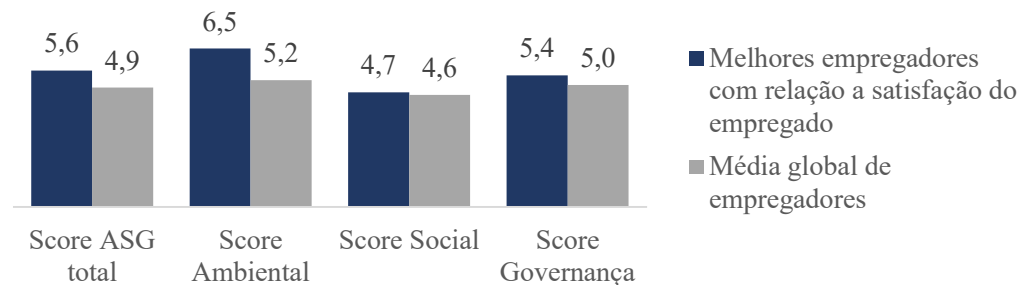
⁶ Mercer 2020 Global Talent Trends Study report. [Online]. 2020. [Acesso em 30 de setembro de 2020]. <https://www.mercer.com/our-thinking/career/global-talent-hr-trends.html>

⁷ MSCI, Marsh & McLennan Advantage Insights analysis. [Online]. 2020. [Acesso em 30 de setembro de 2020]. https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG_workforce_strategy_Part_I.pdf

empregadores (medido pela satisfação e atratividade para os jovens talentos) tendem a: (i) ter baixas emissões de carbono, (ii) fazer mais esforço para entender os sentimentos dos empregados, (iii) ter mais diversidade; Desempenho ASG está se tornando cada vez mais importante para atração e retenção de talentos; Como uma estratégia de RH, desempenho ASG tornou-se uma vantagem competitiva. Os gráficos 2 e 3 ilustram os principais resultados numéricos da pesquisa da Marsh & McLennan.

Gráfico 2: Média dos scores ASG e dos principais pilares dos melhores empregadores por satisfação do empregado *versus* a média dos empregadores

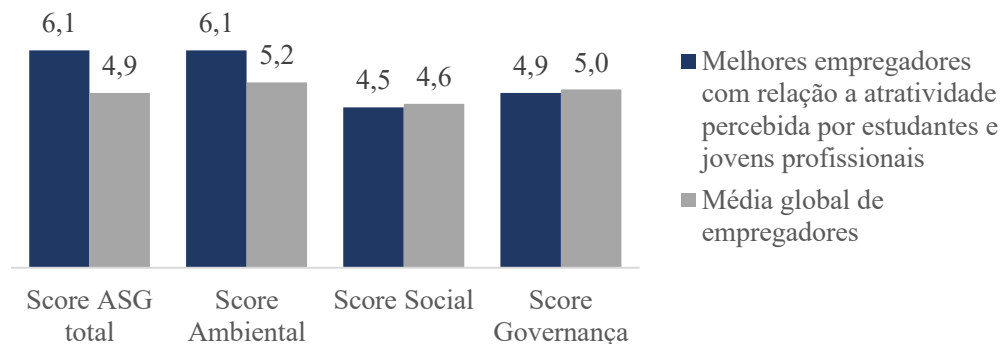
Escala de 0-10, pesquisa de 2019



Fonte: Marsh&McLennan Advantage insights analysis (2020) (tradução pela autora)

Gráfico 3: Média dos scores ASG e dos principais pilares dos melhores empregadores por atratividade percebida por estudantes e jovens profissionais *versus* a média dos empregadores

Escala de 0-10, pesquisa de 2019



Fonte: Marsh&McLennan Advantage insights analysis (2020) (tradução pela autora)

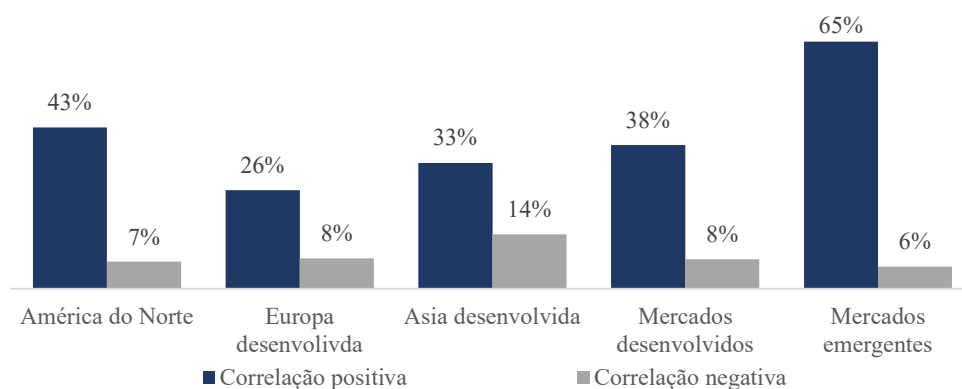
A consultoria McKinsey & Company promove há alguns anos uma pesquisa global chamada “*Diversity Matters*” (em português, diversidade importa). Este ano, a consultoria realizou o mesmo estudo específico na América Latina⁸. A pesquisa foi realizada com mais de 3.900 funcionários de diferentes cargos em 1.300 grandes empresas da América Latina. As entrevistas foram relacionadas à situação financeira e de diversidade de 700 empresas de capital aberto no Brasil, Chile, Peru, Argentina, Colômbia e Panamá. Dentre as conclusões da pesquisa, notou-se que as gerações mais novas tendem a dar mais importância às questões ambientais, raciais e de diversidade no ambiente de trabalho, entre outras questões. Os “*Millennials*” vêm sendo chamados por pesquisadores como “A Geração do Propósito”, em que se constatou que 94% pretendem utilizar as habilidades para ajudar em alguma causa social e 63% acreditam que o propósito primário das empresas deveria ser “melhorar a sociedade”; e a tem-se a Geração Z como tão ou mais engajada com causas ambientais e sociais. As gerações somadas, *Millennials* e Geração Y, serão aproximadamente 72% da força de trabalho em 2029, um grande salto se comparado aos 52% que representavam em 2019. Portanto, com base nas pesquisas citadas anteriormente, cada vez mais as empresas precisarão estar bem posicionadas em questões ASG para novos atrair talentos.

g) ASG em mercados emergentes

Mercados emergentes são especialmente atrativos para investimentos ASG, pois é uma ferramenta de gestão de risco que muitas vezes mitiga o risco-país mais elevado dos países emergentes (OAKTREE, 2019). A Oaktree entende que os mercados emergentes têm vulnerabilidades que são diferentes daquelas encontradas nos mercados desenvolvidos, principalmente o risco político no nível do país que pode afetar a qualidade de governança em empresas individuais. A propriedade estadual ou familiar concentrada também pode restringir os direitos dos acionistas minoritários. No entanto, por conta da existência das vulnerabilidades citadas, os fatores ASG são muito mais importantes no investimento em mercados emergentes. (OAKTREE, 2019)

⁸ McKinsey & Company — Diversity Matters: Latin America. [Online]. 2020. [Acesso em 30 de setembro de 2020]. <https://www.mckinsey.com.br/our-insights/diversity-matters-america-latina>

Gráfico 4: % de estudos mostrando correlação positiva entre ASG e performance das empresas



Fonte: Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen (2015)

No estudo publicado por Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen em 2015, realizado com evidências agregadas de com base em 402 estudos com identificadores regionais divulgados, publicado no *Journal of Sustainable Finance and Investment* é percebida a maior correlação positiva entre resultados positivos e aspectos ASG.

4.1.1.6. Matriz de Materialidade e a SASB

A materialidade é um dos principais termos para o entendimento dos investimentos ASG. Em resumo, é o processo de definição de aspectos ASG relevantes, que possam influenciar, substantivamente, as avaliações e decisões de stakeholders. No caso dos administradores, gestores e investidores, temas materiais são aqueles que podem influenciar a tomada de decisão de investimentos. (SITAWI, 2019)

Materialidade é o processo de entender como todo o processo de inclusão de fatores ASG impactará os investimentos, os clientes, o meio ambiente e a sociedade. No processo são definidos: (i) as questões ASG que importam para o negócio em questão; (ii) como as questões ASG ajudarão na identificação de oportunidades; (iii) tendências e riscos dos investimentos; (iv) quais as informações que serão utilizadas para a realização da análise e divulgação dos resultados; e (v) como será o ciclo de investimento, desde o processo de análise até a realização, bem como a sua manutenção. (ANBIMA, 2019)

Um estudo publicado na Havard Business School em 2016, realizado por Serafeim, corrigiu scores ASG de empresas por fatores considerados materiais pelo mapa de materialidade do SASB⁹ (Sustainability Accounting Standards Board). O estudo foi realizado com base em dados de mais de duas mil empresas, em uma janela de mais de 20 anos. A conclusão é de que é importante focar somente no que é material e desfocar do que não for. Sendo a materialidade aquilo que é relevante para cada empresa dado suas atividades e o setor em que está inserida. (Serafeim, George, et al, 2016). O estudo realizado obteve os seguintes resultados mostrados na Tabela 2.

Tabela 2: *Alphas* anualizados para questões materiais e não materiais

Alpha anualizado		<u>Questões materiais</u>	
		Baixo	Alto
<u>Questões não materiais</u>	Baixo	-2,90%	6,01%
	Alto	0,60%	1,96%

Fonte: Serafeim, George (2016)

A tabela 2 mostra uma correlação entre o score ASG em questões materiais e a performance das ações. As ações que tiveram melhor performance foram aquelas que tiveram scores elevados em questões materiais e baixos em questões não materiais. O que pode ser uma evidência de que se a empresa gastar tempo com questões não materiais, isto é, de baixa relevância para o seu negócio, poderá destruir valor no longo prazo.

Atualmente, a SASB é o padrão mais utilizado pelos investidores e empresas para a definição de materialidade para diferentes setores. A SASB apresenta a materialidade no site <https://materiality.sasb.org/>. Abaixo, na Figura 21, a captura de tela do site com a materialidade setorial, sendo que cada setor é quebrado em subsetores pela SASB para garantir a assertividade da materialidade.

⁹ **SASB** - Sustainability Accounting Standards Board – é uma organização independente de definição de padrões divulga informações materiais de sustentabilidade para atender às necessidades dos investidores.

Figura 21: Captura de tela do mapa de materialidade da SASB

		Consumer Goods	Extractives & Minerals Processing	Financials	Food & Beverage	Health Care	Infrastructure	Renewable Resources & Alternative Energy	Resource Transformation	Services	Technology & Communications	Transportation
Dimension	General Issue Category ²⁰	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand
Environment	GHG Emissions											
	Air Quality											
	Energy Management											
	Water & Wastewater Management											
	Waste & Hazardous Materials Management											
Social Capital	Biological Impacts											
	Human Rights & Community Relations											
	Customer Privacy											
	Data Security											
	Access & Affordability											
Human Capital	Product Quality & Safety											
	Customer Welfare											
	Selling Practices & Product Labeling											
	Labor Practices											
	Employee Health & Safety											
Business Model & Innovation	Employee Engagement, Diversity & Inclusion											
	Product Design & Lifecycle Management											
	Business Model Resilience											
	Supply Chain Management											
	Materials Sourcing & Efficiency											
Leadership & Governance	Physical Impacts of Climate Change											
	Business Ethics											
	Competitive Behavior											
	Management of the Legal & Regulatory Environment											
	Critical Incident Risk Management											
	Systemic Risk Management											

Fonte: SASB.com (2020)

4.1.2. Benchmarking nacional

O benchmarking nacional foi feito em duas etapas. A primeira buscou entender melhor a história e principais das gestoras de renda variável que integraram o ASG no processo de análise. A segunda etapa buscou informações a respeito de como as algumas gestoras brasileiras estão integrando ASG no processo de análise.

● FAMA Investimentos

Uma das primeiras gestoras a adotar o ASG como requisito de investimento, a Fama Investimentos tem mais de 25 anos de atuação. Tem uma abordagem de investimento fundamentalista, com foco em retorno no médio e longo prazo e atua somente no Brasil. Em 2019, recebeu um prêmio de gestora com a melhor estratégia de integração ASG da América Latina pelo jornal de negócios economia e finanças Capital Financial International (2019). A gestora é signatária do PRI desde 2011, e ganhou relevância no mercado de ações por seu posicionamento recorrente em mídias sociais defendendo questões ASG. A gestora também possui o Certificado B, que é concedido para empresas que seguem determinados padrões de transparência, responsabilidade e desempenho. As empresas estão liderando um movimento global para redefinir o sucesso nos negócios. A FAMA possui pontuação máxima no rating de fundos Morningstar Sustainability Rating. Este rating avalia o nível de risco do portfólio de investimentos para fatores ASG, ou seja, o fato da FAMA estar bem colocada significa que a gestora possui baixo risco ASG. Atualmente a gestora possui aproximadamente R\$ 3 bilhões

sob gestão. O fundo cobra aproximadamente 20% sobre o que render mais que o Ibovespa e 2% de taxa de administração.

- **JGP**

Fundada em 1998, a gestora possui mais de R\$ 20 bilhões sob gestão. Em agosto de 2019, a gestora lançou um fundo exclusivo ASG, dedicado 100% a ativos que passem pelo crivo social, ambiental e de governança, muito influenciada por clientes que buscavam este produto financeiro, mas também pelo choque negativo que sofreu em sua rentabilidade por conta do acidente da Vale¹⁰. A gestora atua em renda variável (mas também em outras modalidades) e pode investir no Brasil e no exterior. Seu fundo ASG cobra 2% de taxa de administração, possui aproximadamente R\$ 40 milhões sob gestão. Cobra performance de 20% sobre o IPCA + IMA-B. A empresa doa 20% da taxa de administração sobrada para projetos sociais que apoia.

- **Constellation Asset Management**

Com mais de 20 anos de história, a gestora possui aproximadamente R\$ 14 bilhões sob gestão, é assinante do PRI. Recentemente, lançou um fundo 100% ASG, mas também integrou o ASG no processo de investimento e gestão de risco do portfólio.¹¹ O fundo ASG da gestora possui aproximadamente R\$ 240 milhões sob gestão. Cobra 1,5% de taxa de administração e 15% de performance nos rendimentos que ultrapassarem o CDI. Parte da taxa de administração é destinada para a Fundação Estudar. A visão e motivação para lançar o fundo são descritos como (i) **dever** de gerar impacto positivo como investidores e integrantes da sociedade, incentivando as companhias do portfólio a caminharem numa direção sustentável; (ii) investimentos sustentáveis são um dos segmentos de maior crescimento na indústria de fundos; (iii) companhias que possuem impacto positivo na sociedade incorporados no seu modelo de negócios são mais sustentáveis e desempenham melhor no longo prazo; (iv) contribuir para um mundo melhor, beneficiando as próximas gerações.

¹⁰Valor Investe. [Online]. 2020. [Acesso no dia 20 de setembro de 2020]. <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/acoes/noticia/2020/06/01/jgp-lanca-seu-primeiro-fundo-esg-e-inclui-criterios-socioambientais-em-outras-carteiras.ghtml>

¹¹ Constellation Asset Management. [Online]. 2020. [Acesso no dia 20 de setembro de 2020]. <https://constellation.com.br/esg/>

A metodologia utilizada é proprietária e capaz de integrar os fatores ASG dentro do processo de tomada de decisão, sem limitar o universo de investimento, dividida em 2 partes. A primeira parte consiste em listar fatores mais importantes e de maior relevância para o mercado, com a criação de um ranking próprio de notas ASG que vai de 1 a 3 (em que 3 é a mais alta) para cada empresa da cobertura, o que permite comparar companhias. Por fim, também focam no incentivo e auxílio às empresas do portfólio a criarem uma agenda interna ASG. A segunda parte se trata de uma combinação de fatores qualitativos considerados essenciais na análise das companhias, e que devem ser apresentados em seus documentos ou através de conversas com a gestão da empresa. É a parte mais subjetiva da análise. Dentro das questões analisadas, a gestora busca entender se os fatores ASG são importantes para a companhia e levados em consideração pelos executivos da empresa, se a empresa possui relatório de sustentabilidade ou manual de boas práticas ASG, se as metas de remuneração da empresa estão associadas a fatores ASG, qual a estratégia da companhia relacionada aos riscos ambientais, qual o histórico da companhia nas questões ambientais (antecedentes de violações, notícias negativas, etc.), se é apropriado ajustar as estimativas das demonstrações de resultado e *valuation* (múltiplos, taxa de desconto) devido aos fatores ASG. E por fim, entender se a companhia causa impacto positivo ou negativo para a sociedade.

- **Itaú Asset Management¹²**

A Itaú Asset Management foi a primeira grande gestora de investimentos do Brasil a aderir ao PRI em 2008. A experiência da Itaú Asset com investimento responsável é anterior à existência do PRI. Lançado em 2004, o Fundo Itaú Excelência Social Ações Fundo de Investimento (FIES) marca sua caminhada no desafio de integrar questões ASG à construção de portfólios. No início de sua história, o FIES aplicava apenas a estratégia de exclusão de determinados setores/empresas (o chamado “*negative screening*”) de sua carteira. Ao longo do tempo sua estratégia de investimento evoluiu e serve como uma incubadora para o modelo de integração ASG desenvolvido pela Itaú Asset. Desde 2010, o FIES mantém a exclusão de determinados setores/empresas, aplicando também o método de integração ASG para os demais

¹² Itaú Asset Management – Relatório de Integração de questões ESG na avaliação de empresas. [Online]. 2019. [Acesso em 20 de setembro de 2020]. <https://www.itauassetmanagement.com.br/content/dam/itau-asset-management/content/pdf/white-papers/ESG%20na%20avalia%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas.pdf>

ativos elegíveis para investimento. A partir de 2011, o método de integração ASG passou a ser aplicado para os fundos de renda variável com gestão ativa da Itaú Asset. A visão e motivação se trata de que a integração ASG gera um retorno adicional dado o mesmo nível de risco (*alfa ASG*) e a crença de que considerar questões ASG na medida em que possam impactar o valor dos ativos em que investem, com o objetivo de cumprir o dever fiduciário, gerando valor para os clientes.

A metodologia, ilustrada na Figura 22, por sua vez, se trata de um método proprietário de Integração ASG, em 3 fases. A primeira fase é a pesquisa ASG, que se trata da identificação de 8 dimensões multissetoriais que podem afetar o valor das empresas, hierarquizadas a partir de sua materialidade para cada setor. São elas o manejo de resíduos, água, energia e materiais, biodiversidade e uso do solo, mudanças climáticas e as relações com trabalhadores, comunidades, clientes e fornecedores. Em seguida, é feita a adaptação das dimensões multissetoriais para a realidade de cada setor, identificação de riscos e oportunidades, derivação de métricas e projeção de impactos segundo diferentes horizontes temporais. Ao fim da primeira fase é feita a identificação de *drivers* exclusivos de cada empresa, por meio dos dados divulgados e conversas com a empresa. A segunda etapa se trata da quantificação, que em resumo é a transformação das informações obtidas na primeira fase em *inputs* para o *valuation*. Em seguida, é feita a determinação de indicadores mais adequados para quantificar os impactos socioambientais, e a identificação das linhas do fluxo de caixa mais afetadas. Ao fim da segunda fase é feita uma estimativa de probabilidade de concretização dos impactos, a serem utilizadas para simular o desempenho do VPL. A última etapa da Integração ASG é o uso do Fluxo de Caixa Descontado para encontrar o valor justo ajustado às questões socioambientais, com *value drivers* antes não precificados.

Figura 22: Esquema de Integração ASG na Itaú Asset Management



Fonte: Itaú Asset Management (2019)

4.1.3. Benchmarking internacional

Duas gestoras internacionais foram analisadas, a Santander Asset Management e a Oaktree. Ambas são referências mundiais em investimentos e são *early adopters* dos aspectos ASG na análise de empresas.

- **Santander Asset Management¹³**

A gestora do Santander existe há 48 anos e atua no mercado internacional. Presente em 11 países, com mais de 180 bilhões de euros sob gestão. A gestora possui atuação no Brasil, e é a 5ª maior gestora de recursos do país, com aproximadamente R\$ 258 bilhões sob gestão.¹⁴ É signatária do PRI desde 2008. A visão e motivação se dá, pois, a gestora entende que empresas que operam segundo a abordagem do *triple bottom-line* podem oferecer desempenho financeiro superior no longo prazo. Em que *triple bottom-line* é um conceito que estabelece que as organizações devem ir além de medir seus resultados, e se perceberem como parte da sociedade e integrantes do meio ambiente.

¹³ Santander Asset Management. [Online]. 2019. [Acesso no dia 20 de setembro de 2020]. http://www.santanderassetmanagement.com.br/fisica/pt_PT/fisica/Quem-Somos/Investimento-responsavel

¹⁴ ANBIMA – Ranking de Gestão. [Online]. 2018. [Acesso no dia 20 de setembro de 2020].

A metodologia conta com a análise de 6 fatores, que são a responsabilidade sobre o produto, a gestão e transparência da empresa, a governança corporativa, o meio ambiente, o relacionamento com *stakeholders* e a gestão de risco. É baseado em cinco princípios: a relevância, as práticas internas, a cadeia de valor, a TI da empresa e a responsabilidade sobre o produto. Fazem uso exclusivo de informações disponíveis para público e então é realizado o preenchimento de um questionário ASG abrangente para cada empresa. Em seguida, utiliza-se a pontuação ASG para aplicar um desconto (máx. 10%) ou prêmio (máx. 5%) sobre o *preço-alvo*.

- **Oaktree Capital**

Fundada em 1995 por Howard Marks, a Oaktree Capital é uma das maiores e mais conhecidas gestoras internacionais. Utiliza uma abordagem fundamentalista e tem o objetivo de construir um portfólio diversificado, buscando retornos de longo prazo atrativos e consistentes. A Oaktree reconhece que as questões ambientais, sociais e de governança (“ASG”) são de suma importância para o investimento responsável. Como uma empresa, avalia regularmente como pode incorporar da melhor forma as considerações ASG no processo de investimento para investir conscientemente. Em 2019, a Oaktree tornou-se signatária do PRI. A visão e motivação se dá por conta do tamanho do mercado voltado a investimentos sustentáveis. Segundo a empresa, os ativos dedicados ao investimento "sustentável" foram estimados em US \$ 30,7 trilhões nas principais regiões globais em 2018, representando um aumento de 34% em relação a dois anos antes e cerca de um terço do total de ativos de investimento sob gestão da região. Além disso, entre os investidores individuais dos EUA, a atenção prestada o investimento “sustentável” está em um novo patamar, com 85% da base geral de investidores e 95% da geração do milênio expressando interesse. Por fim, a empresa enxerga um potencial em mercado emergentes em que relatos de conflitos políticos, corrupção e agitação social podem ter criado uma imagem negativa na mente de alguns investidores e levado a hesitação ou ceticismo em relação à ideia de implementar com êxito as considerações ASG em mercados emergentes. Porém, quando aplicado o ASG ao filtro de investimentos, este garante que questões essenciais para o sucesso de uma empresa em um ambiente conturbado sejam endereçadas.

Com relação à metodologia, a empresa possui um modelo proprietário no qual classificam todas as empresas que consideram para investimento nas verticais ASG. Aplicam um conjunto de 69 perguntas, incluindo 30 relacionadas à governança. Contam as pontuações de cada uma das categorias e atribuem uma ponderação para chegar a uma pontuação ASG composta. As perguntas detalhadas e o processo de avaliação, geralmente exigindo extensa pesquisa e comunicação com a gerência, permitem quantificar considerações ASG e aplicar consistência ao nosso processo de Integração ASG. Fazem também uma análise aprofundada da empresa com notícias relevantes. O comitê ASG examina as novas informações e suas implicações, com o objetivo de chegar a um plano de ação. Por meio da formalização e documentação desse processo, agora possuem um banco de dados histórico robusto de notas e relatórios relacionados ao ASG que podem adicionar profundidade substancial à análise de investimento.

A Oaktree inclusive divulga um estudo de caso de investimento em uma empresa brasileira. No caso publicado, os analistas da Oaktree contataram a empresa, fornecendo orientações sobre como ela poderia melhorar seus esforços focados em ASG. Isso levou a companhia aérea a publicar um relatório de sustentabilidade e entrar em contato com as agências de classificação para garantir que as questões e preocupações apropriadas foram abordadas. A empresa reduziu sua emissão de dióxido de carbono por assento-quilômetro oferecido através da renovação de sua frota para modelos mais econômicos, de acordo com um relatório recente da S&P Global Ratings sobre a empresa. Até 2023, espera-se que toda a capacidade doméstica da companhia aérea seja produzida por aeronaves com baixo consumo de combustível. A companhia aérea também possui a frota mais jovem do Brasil, com idade média de 5,9 anos, contra a maioria das grandes companhias aéreas dos EUA, cujas médias variam de 10 a 16 anos. O relatório da S&P avalia a administração e a governança da empresa como "justas", com a visão de que "a administração possui um sólido conhecimento do setor aéreo, em meio à ausência de alta rotatividade com muitos diretores trabalhando na empresa desde o seu início". Oaktree espera que a companhia aérea continue a ver melhorias significativas em sua busca por uma administração corporativa mais abrangente, bem como um aumento na pontuação ASG no modelo deles.

4.1.4. Análise OT

No processo de exploração, foi realizada a análise OT, levando em consideração apenas os fatores externos da análise SWOT. Abaixo o resultado da análise, feita com base no estudo do tema e do *benchmarking*: A análise foi realizada pela autora juntamente aos sócios da gestora por meio de uma sessão de *brainstorming* que teve duração de aproximadamente 2 horas e foi documentada em um *slide* através da ferramenta Microsoft PowerPoint. O resultado foi apresentado para a liderança da gestora que ficou positivamente surpresa com as oportunidades encontradas. As ameaças, por sua vez, foram entendidas como um risco que pode ser mitigado.

Tabela 3: Análise OT

Fatores Externos	Oportunidades	Ameaças
	• Cumprir com o dever de garantir um futuro mais sustentável para as próximas gerações; • Busca pela excelência e inovação; • Acrescentar outro filtro nos investimentos, tratando como uma análise de riscos; • Maiores retornos; • Melhor eficiência operacional quando se trata de eficiência de custos; • Melhor imagem da marca e reputação; • Menor exposição a risco; • Menos riscos de <i>compliance</i> para regulações futuras; • Menor custo de dívida.	• Inconsistência para definições ASG • Incompatibilidade entre resultados de curto prazo requisitado por alguns investidores e resultados de longo prazo esperados em investimentos ASG • Dificuldades de trazer produtos ASG para investidores potenciais • Falta de informações confiáveis e padronização de KPIs

Fonte: elaborado pela autora

4.2. Imersão

4.2.1. Entrevista sobre o problema

Os resultados da etapa primária são listados abaixo, de acordo com cada tópico abordado:

(i) Entrevistas internas

Como resultado das entrevistas internas com o time inteiro da gestora, o grupo de trabalho obteve os seguintes posicionamentos para cada tópico explorado nas perguntas:

Ponto de vista da empresa a respeito do produto financeiro: todos os entrevistados se mostraram positivos quanto à ideia do produto financeiro. Porém, dúvidas a respeito da dificuldade de desenvolver o processo de integração ASG e adaptar ao processo tradicional de análise foram levantadas, o que levantou a necessidade de apresentar para o time os resultados obtidos na fase de Exploração de forma mais detalhada a fim de engajar aqueles que ainda não estavam convencidos.

A estratégia a ser seguida com o lançamento do novo produto: Metade dos sócios entrevistados deram sugestões de lançar o produto apenas para uma lista de clientes existentes selecionados como forma de piloto e depois rolar o produto para demais clientes. Outra metade dos sócios sugeriu fazer marketing e lançar em todas as plataformas, para clientes institucionais e pessoa física. Buscando ser mais conservador, o grupo responsável pelo projeto decidiu que iria oferecer para alguns clientes a oportunidade de aderir ao produto antes e de ajudar no aprimoramento do produto. Assim que a solução proposta estivesse refinada, esta começaria a ser distribuída para outros clientes e ser lançada em outras plataformas.

O alinhamento do novo produto aos valores da casa: Foi unanimidade o alinhamento dos aspectos ASG e da ideia do produto financeiro aos valores da gestora e à filosofia de investimento. Algumas análises contempladas na integração ASG no processo de investimento inclusive já eram realizadas, mas de forma não sistemática em alguns casos. Os princípios de Governança já eram levados bastante a sério pela gestora no processo de investimento em qualquer empresa. Com base nesse *feedback*, foi decidido que o produto a ser desenvolvido é bastante aderente à cultura da gestora.

Viabilidade de implementação das novas formas de análise e ferramentas necessárias para o lançamento do novo produto: Quanto à viabilidade, parte dos entrevistados se mostraram receosos por conta da carga extra de trabalho que os analistas seriam demandados e à sustentabilidade dos processos a serem incorporados. Sugestões como a contratação de consultoria ou de uma pessoa dedicada ao assunto, automação de alguns processos que

envolvam captura de dados para as análises adicionais surgiram. Foi decidido que uma consultoria especializada seria contratada para auxiliar nos quesitos mais técnicos do produto e o time de *Data Science* da empresa começará a estudar o tema e buscar desenvolver ferramentas que possam ajudar nas análises ASG.

Receptividade do time ao novo tema: Por se tratar de um assunto em alta e que vai em linha com os valores da gestora, foi um tema muito bem recebido com bastante aderência e vontade de seguir em frente com o projeto; desta forma, foi decidido que o projeto seguiria em frente.

Dúvidas e preocupações relacionadas ao tema e ao lançamento do produto: Como descrito anteriormente, a principal preocupação que surgiu nas entrevistas foi o receio de o time atual não ter tempo suficiente para encabeçar e sistematizar as análises adicionais por ser uma equipe enxuta. Além disso, houve preocupações relacionadas ao pouco conhecimento a respeito do tema que ainda é pouco explorado, principalmente pelas empresas investidas que não dispõem de informações padronizadas ou às vezes nem divulgam dados sobre os aspectos ASG. As dúvidas giraram em torno da aderência ao mercado, se a gestora teria ou não clientes interessados. Dúvidas também relacionadas ao tema, já que a maioria dos entrevistados conhecia muito pouco sobre ASG. A partir dos *insights* obtidos nas entrevistas realizadas com o time interno da gestora, alguns pontos de dúvida foram escolhidos para serem sanados nas próximas etapas do processo.

(ii) Entrevistas com concorrentes

As entrevistas com outros fundos (benchmarks) que já realizaram o processo de integração ASG no processo de investimento foram bastante proveitosas para trazer pontos de dificuldade e dicas ao longo do desenvolvimento do novo produto. Os resultados em casa tópico explorado foram:

Dificuldades enfrentadas: (i) Time de análise/ investimentos costuma ter muita dificuldade de incorporar as novas análises, principalmente das esferas de Ambiental e Social. Tais esferas são bastante diferentes dos temas de costume dos analistas como finanças, contabilidade e análise setorial e de competição. (ii) É difícil encontrar a fórmula perfeita para o desenvolvimento do processo de integração ASG, forma mais indicada foi a de adaptar as principais análises aos processos existentes na gestora. Pouca informação disponível a respeito das empresas

analisadas, difícil desenvolver um senso crítico a respeito das empresas em um primeiro momento. (iii) Integração ASG é um processo de aprendizado e de evolução; (iv) As análises por serem subjetivas acabam tomando bastante tempo e demandam pessoas com mais profundidade no tema. Vários dos fundos entrevistados optaram por contratar uma pessoa dedicada aos aspectos ASG ou uma consultoria para desenvolver e implementar principais processos.

Benefícios percebidos a partir da implementação da análise e das ferramentas: (i) Os fundos que implementaram as análises ASG há mais tempo comentaram que assaram a enxergar riscos até então invisíveis quando analisavam as empresas da forma tradicional. Ou seja, a integração ASG melhorou o controle de riscos nas análises. O mesmo acontece para a identificação de vantagens competitivas de determinadas empresas, que antes passavam batido. (ii) Outro ponto que fundos com mais experiência relataram foi a questão da curva de aprendizado, que acaba sendo demorada, mas assim que o analista entende o tema e ganha um senso crítico nas esferas ASG, ele já consegue replicar as análises para empresas e até mesmo setores diferentes. (iii) Benefício de imagem e *branding* foi percebido pelas gestoras que são mais vocais no processo de integração ASG. Isto é, perceberam uma melhora na percepção das suas marcas perante seus clientes e interessados no tema. Perceberam também maior facilidade na atração de talentos jovens, que se identificam com o tema. (iv) Melhora no relacionamento com as empresas. Como os fundos acabaram investindo tempo para entenderem melhor o assunto e diversas empresas ainda não começaram a olhar para as esferas, os fundos funcionam como conselheiros no processo ASG das empresas. Tal relação de troca de experiência melhora a relação com a alta liderança das empresas.

Comentários do processo de integração ASG como um todo: (i) Diversos fundos comentaram que se trata de um processo demorado e que demanda diversos ajustes ao longo da implementação, até hoje o processo dos fundos entrevistados é revisado e isso é visto como algo normal; (ii) É necessário que o time interno acredite no tema e “faça acontecer”. Demanda muito estudo e profundidade para fazer uma análise ASG de qualidade; (iii) Associação a instituições e retirada de determinados certificados ajudam muito a institucionalizar o tema internamente. O Certificado B e a assinatura do PRI, são exemplos.

(iii) Entrevistas com clientes existentes

Consistiu em perguntar aos potenciais clientes do novo produto financeiro, que já são clientes da gestora os tópicos descritos abaixo, acompanhados dos resultados e principais insights obtidos. Vale ressaltar que os clientes escolhidos foram aqueles considerados fiéis, que possuem bom relacionamento com a gestora e que se interessam pelo tema ASG no Brasil.

Teriam interesse no produto? Por quê? Dos 10 clientes entrevistados, 7 demonstraram interesse e as justificativas em resumo foram: Diversificar portfólio de investimento; Donos do dinheiro investido buscam alocar o capital de forma a gerar impacto positivo na sociedade; ASG é uma forma de adicionar mais um *layer* à análise de risco tradicional; Acham que é importante ter uma % mínima do dinheiro investido em produtos que prezam pelo investimento responsável; Entendem os produtos ASG como uma forma de incentivar diretamente a alta liderança das empresas listadas em bolsa a adotar práticas mais sustentáveis, com melhor governança; 3 clientes se fizeram neutros, alegando que os fatores que mais importam para eles são o retorno e a baixa volatilidade do produto financeiro em que investem. Logo, se o produto ASG se comprovar como vencedor e possuir baixa volatilidade com altos retornos eles investiriam sim e que o impacto positivo seria um benefício extra.

Quais características gostariam de ver no produto a ser desenvolvido? Os sete clientes que demonstraram interesse pelo produto potencial com foco em ASG comentaram que gostariam de ver: (i) A gestora sendo ativa na influência das empresas, em especial da alta liderança, isto é, sugerir, acompanhar e cobrar atitudes em linha com princípios ASG nas reuniões periódicas com a alta liderança das empresas investidas ou em processo de diligência para investimento. Também é esperado que a gestora aponte e questione práticas das empresas que vão contra os princípios ASG; (ii) Investimentos somente em empresas que vão em linha com práticas ASG ou que estão em processo de adequação aos princípios ASG. Isto é, em empresas que possuem o ASG como tópico relevante internamente e que está buscando cada vez mais evoluir no assunto; (iii) Gestora também adotar práticas ASG internamente, isto é, focar em melhorar e seguir princípios ASG nas questões que são materiais para a própria gestora, como diversidade e boa governança; (iv) Clientes gostariam de ver as análises ASG para cada empresa e entender o processo desenvolvido para a integração no processo tradicional da empresa.; (v) Impressões

a respeito de produtos similares desenvolvidos por concorrentes; (vi) As impressões dos clientes são em suma positivas e inclusive alguns clientes investem em produtos similares desenvolvidos por outras gestoras.

Eventuais pontos de atenção que devem ser levados em consideração: (i) *Greenwashing*: termo em inglês que significa “lavagem verde”. É muito utilizado pelas empresas que buscam passar uma falsa aparência de serem sustentáveis, sem de fato aplicar a sustentabilidade na prática; (ii) Análises superficiais por falta de tempo ou conhecimento são comuns quando se trata de ASG, porém não cumpre o papel da análise ASG. Pois, se feita de forma superficial, dificilmente servirá como uma nova camada na análise de risco; (iii) Menor retorno: alguns clientes se mostraram preocupados quanto ao menor retorno que pode ser visto em carteiras de ações exclusivamente ASG. Os motivos são que o universo de investimento que já é restrito no Brasil diminui ainda mais e que a assimetria de retorno encontrada em empresas típicas ASG pode ser menor que as demais.

Maiores dificuldades hoje relacionadas ao problema a ser endereçado com o novo produto: Atualmente os clientes que investiriam no potencial novo produto têm medo de investir o dinheiro em fundos que se dizem ASG, mas não seguem as melhores práticas internamente e no processo de investimento, investindo em empresas “ruins” quando se trata de aspectos ASG e que não buscam melhorar. Fundos que não sabem identificar *greenwashing* também são um medo dos entrevistados. Há também a questão da escassez de produtos ASG no mercado por conta de existir poucas gestoras montando produtos sustentáveis. Além disso, tem o fato de que empresas possuem pouca informação e pouca abertura sobre o assunto, o que dificulta a análise.

iv) Entrevistas com clientes potenciais

As entrevistas com clientes potenciais tiveram dois objetivos principais: melhor entender o cliente final e, em um segundo momento, comercializar a ideia do produto testando se o cliente entrevistado seria um potencial *early-adopter* que ajudaria a construir o produto. Os tópicos abordados e os *insights* obtidos nas sete entrevistas realizadas foram os seguintes:

O principal diferencial competitivo do produto a ser desenvolvido: 4 dos 7 clientes responderam que entendem o diferencial competitivo sendo um produto de desejo de grandes investidores institucionais, que aceitam inclusive um retorno menor sabendo que o dinheiro investido tem um retorno positivo para a sociedade e está sendo alocado em empresas responsáveis; 2 dos 7 clientes responderam que acreditam que o diferencial competitivo é trazer algo novo e consistente para o mercado. Isto é, um produto financeiro que segue rigorosamente o que é prometido na hora da venda, com discurso consistente; 1 dos 7 clientes disse acreditar que não há um diferencial competitivo claro perante produtos similares disponíveis no mercado.

Preferências quanto à metodologia de análise, restrição e implementação do filtro ASG ao processo de investimento: É preferível que a gestora que desenvolva o produto ASG seja consistente no discurso e coerente nas atitudes; 5 dos 7 clientes entrevistados afirmaram que preferem que haja restrições quanto ao universo de investimento ASG; Todos os entrevistados entendem que a análise deve ser subjetiva, principalmente no Brasil em que os dados ainda são escassos e sem padronização; Todos os entrevistados entendem que tem uma curva de aprendizado relevante para o time de análise para adaptar o processo tradicional ao novo;

Principais dúvidas e preocupações: Todos os entrevistados citaram *greenwashing* como uma preocupação, tanto no momento de investir em produtos financeiros quanto por parte das empresas; 5 entrevistados relataram dúvidas quanto a performance esperada dado o universo de investimento mais restrito; 3 entrevistados demonstraram preocupação relacionada ao acompanhamento das questões ASG das empresas, citando a dificuldade de obter informações;

Há interesse ou não em comprar o produto financeiro que está sendo oferecido? Todos os entrevistados relataram que teriam interesse se o produto estivesse de acordo com as expectativas descritas anteriormente; 3 entrevistados se ofereceram para acompanhar o desenvolvimento do produto internamente e serem um dos primeiros a investir. Atributos e características que acreditam ser essenciais para um produto com o perfil apresentado ser bem sucedido.

Os *insights* levantados pelos entrevistados foram os seguintes: (i) A gestora ser ativa na influência das empresas e sua liderança; (ii) Consistência no discurso e atitudes; (iii) Mostrar para clientes as análises realizadas na integração ASG e as principais conclusões;

4.2.2. Observação

Por meio da observação de outros fundos, de clientes e de instituições que apoiam o investimento responsável concluiu-se algumas questões, que estão descritas neste documento de forma genérica por se tratar de alguns dados confidenciais: (i) Ainda há poucos fundos exclusivos ASG no Brasil e a demanda de clientes institucionais e de pessoa física tem aumentado com a propagação do assunto; (ii) A evolução dos ativos sob gestão dos fundos exclusivos ASG mostra uma tendência positiva, isto é, os fundos estão conseguindo captar mais dinheiro com o tempo; (iii) A performance dos fundos mais conhecidos no Brasil por serem exclusivos ASG tem sido melhor que a do *benchmark* definido. Ou seja, a estratégia tem se mostrado eficaz para os principais fundos que a adotaram; (iv) O número de *lives* realizadas sobre o tema cresceu significativamente nos últimos meses muito por conta da relevância que o tema tem ganhado entre os investidores, gestoras, distribuidores de produtos e empresas durante a pandemia; (v) Globalmente o assunto já é amplamente discutido pelas maiores gestoras há anos. Porém, no Brasil, são poucas as gestoras que levantam a bandeira há mais de 2 anos; (vi) Poucos fundos possuem o discurso ativo ASG e documentaram suas iniciativas e suas políticas ASG em seus sites oficiais; (vii) As organizações que cuidam de Investimento Responsável como o PRI e o CFA Institute, que possui um papel relevante de suporte ao PRI, têm ganhado cada vez mais relevância em discussões sobre o tema. Demonstrando seu impacto positivo no mercado; (viii) Aspectos relacionados à governança ganharam muita força no mercado, desde os anos 90, com a criação do Novo Mercado; (ix) O mercado de capitais é visto de forma positiva na questão da incorporação de aspectos ASG por fazer a ponte entre a sociedade e as empresas;

Entendendo melhor questões ASG no Brasil foi possível interpretar melhor o panorama ASG no Brasil e a visão dos clientes que buscam produtos sustentáveis nacionalmente. Reforçando as descobertas obtidas nas fases anteriores.

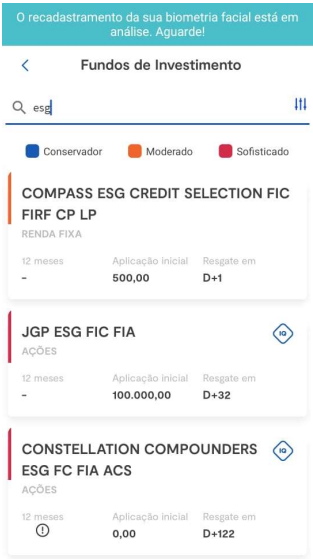
4.2.3. Vivência

Buscando entender melhor as dificuldades do investidor institucional, buscou-se fazer reuniões com outros fundos e acompanhar outras gestoras pela internet – via *lives*, notícias e documentos oficiais publicados em seus sites. Como resultado, foi possível concluir que há poucas gestoras amplamente reconhecidas pelo trabalho com investimentos sustentáveis no

Brasil. Algumas são bastante vocais e acabaram virando referência no mercado por conta da seriedade que levam o assunto e se mostraram presentes em diversas mídias avaliadas pelo grupo de trabalho. A grande dificuldade, além do fato de haver poucas opções conhecidas no mercado, encontrada no processo de vivência de investidor institucional foi ter acesso ao dia a dia das gestoras, entendendo melhor o framework ASG utilizado por elas. Ou seja, o grupo encontrou dificuldade em fazer a diligência da rotina de cada gestora e garantir o destino dos recursos aplicados. Sendo a relação amplamente baseada na confiança que o investidor possui no time da gestora e no seu discurso.

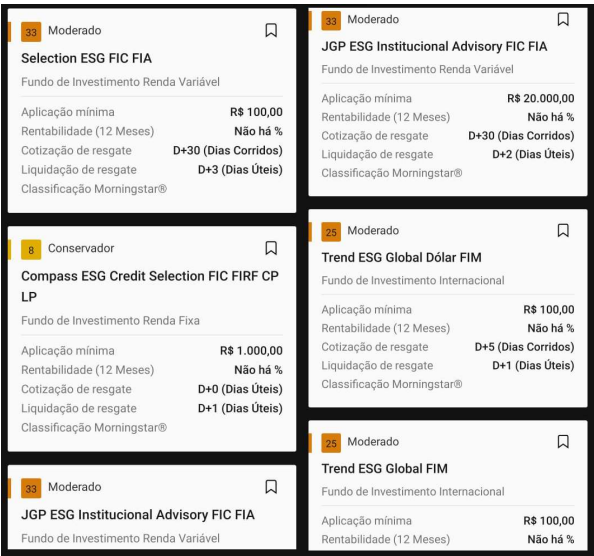
Para vivenciar o ponto de vista do investidor de varejo, foi feita uma experiência de investimento via plataformas como XP Investimentos e BTG Digital. A realização do cadastro em ambas as plataformas foi simples e rápida. Em seguida, foi realizado o teste de perfil de investidor, obrigatório. Como o objetivo era entender quais as opções de investimento sustentável disponíveis para o investidor, uma busca por “ASG” e “ESG” foi realizada na opção de “Produtos >> Fundos de Investimento”. No BTG Digital, nenhum resultado foi encontrado para “ASG” e somente três resultados foram encontrados para “ESG”, como ilustrado na Figura 23. Vale ressaltar que apareceram apenas dois fundos na categoria FIC FIA, que pela definição é um fundo que poderá investir em cotas de fundos de ações. Essa diferenciação é relevante, pois a gestora para a qual o produto está sendo desenvolvido também atua com fundos do tipo FIC FIA, ou seja, são esses os seus concorrentes diretos. A mesma metodologia foi aplicada na plataforma da XP Investimentos, e apareceram apenas 5 resultados. Novamente, com apenas duas opções FIC FIA. Com a breve pesquisa realizada foi possível constatar que para o cliente pessoa física é ainda mais difícil ter opções de investimento sustentável pelas principais plataformas, com poucas opções ASG (ou *ESG*) disponíveis.

Figura 23: Tela de resultados do BTG Digital



Fonte: Captura de tela realizada pela autora

Figura 24: Resultados da busca na XP Investimentos



Fonte: Captura de tela realizada pela autora

Além de haver poucas opções disponíveis, também foi percebida a dificuldade de encontrar informações a respeito da forma de investimento. Todos os fundos em ambas as plataformas contam com uma breve descrição das regras principais de cada fundo e se sua filosofia de investimentos. Porém, se trata de informações superficiais e que talvez não sejam suficientes para auxiliar na decisão final do investidor pessoa física.

4.3.Síntese

4.3.1. Diagrama de afinidades

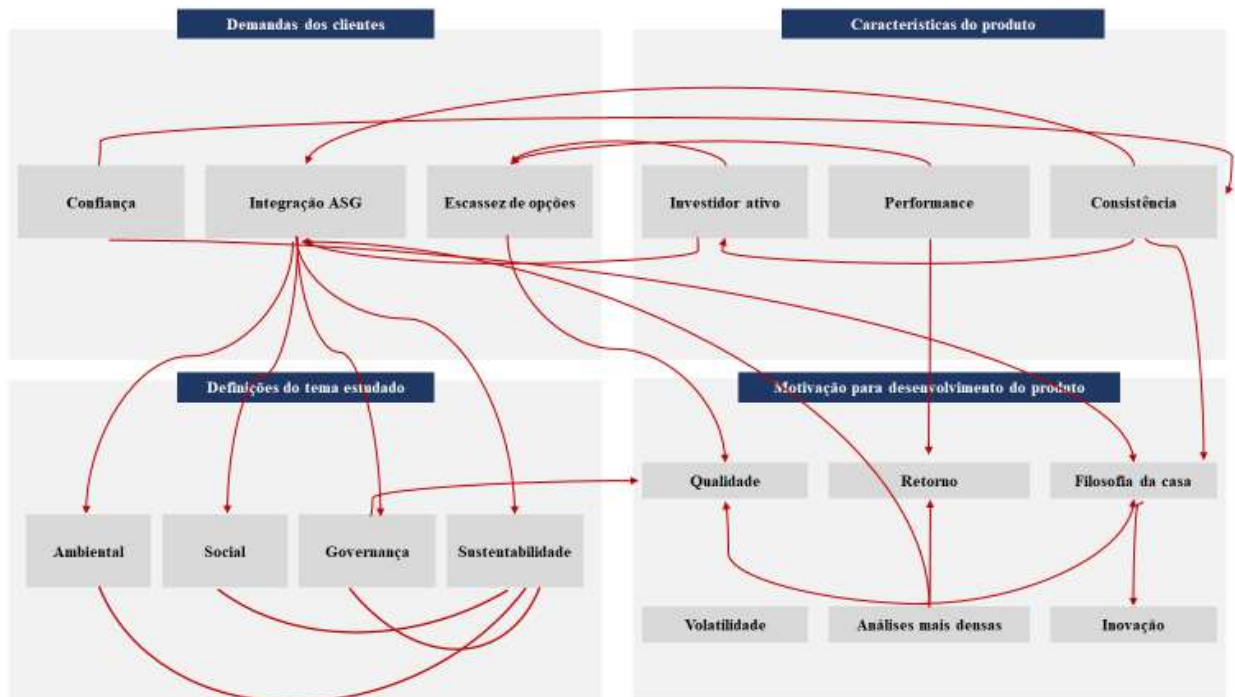
O diagrama de afinidades montado teve 4 dimensões encontradas após reunir as ideias que são listadas nos *bullet points* e agrupadas nos quadrados cinza que resumem o grande tema dentro de cada dimensão discutida. As dimensões reunidas foram as seguintes: (i) Definição do tema estudado; (ii) Motivação para desenvolvimento do produto; (iii) Demanda de clientes; (iv) Características do produto.

Figura 25: Diagrama de Afinidades



Fonte: elaborado pelo grupo envolvido no projeto

Figura 26: Diagrama de afinidades conectado



Fonte: elaborado pelo grupo envolvido no projeto

Com base na simplificação do diagrama desenvolvido no processo, foi possível fazer as conexões entre os temas discutidos e entender melhor as relações entre os tópicos estudados e as descobertas realizadas até esta etapa.

4.3.2. Persona e Mapa de Empatia

Realizado o Mapa de Empatia e a Persona para os dois tipos de cliente alvo, os resultados são listados abaixo:

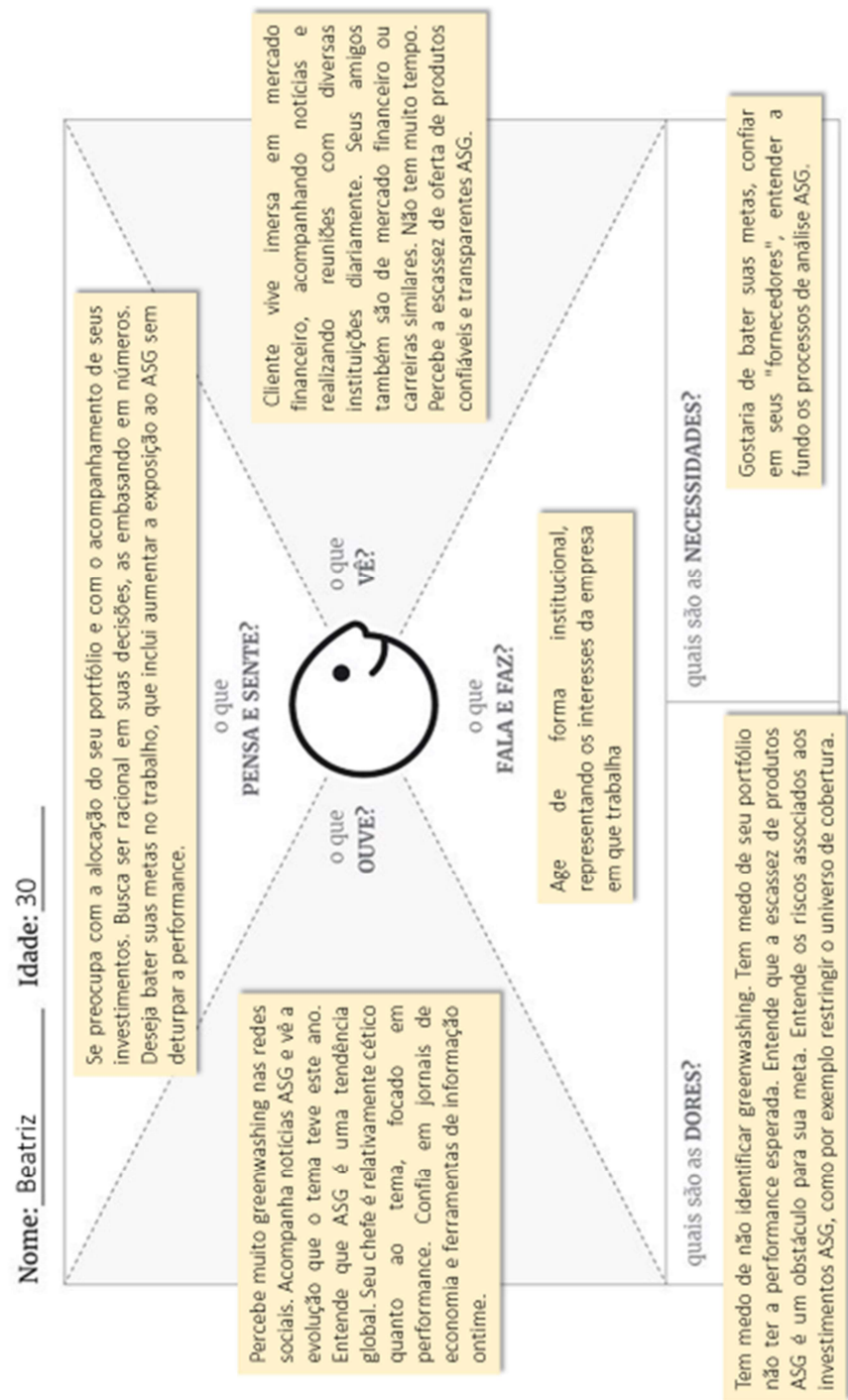
(i) Cliente Institucional Engajado:

Beatriz, 30 anos. É workaholic, casada e gerente de investimentos em produtos externos em um *family office*. Tem perfil analítico e focado em números, muito atenta às notícias do mercado, inovações e à evolução do tema ASG no mercado financeiro, sendo esta uma de suas especialidades. Não tem muito tempo, com agenda repleta de reuniões durante a semana. Gostaria de aumentar a sua exposição a produtos ASG para bater sua meta interna com investidores e gerar impacto positivo com seu trabalho. Seus principais obstáculos são a falta

de produtos no mercado e os produtos que existem ou estão fechados para a captação ou não concorda com o discurso ou não se sente confortável com a transparência do processo de investimento. Entende que há muito *greenwashing* e é preocupada em não saber identificar esses casos. Além disso, é medida pela performance de seu portfólio. Por isso, confiar nas habilidades do time da gestora em que investe é essencial.

a) Mapa de empatia

Figura 27: Mapa de Empatia do Cliente Institucional



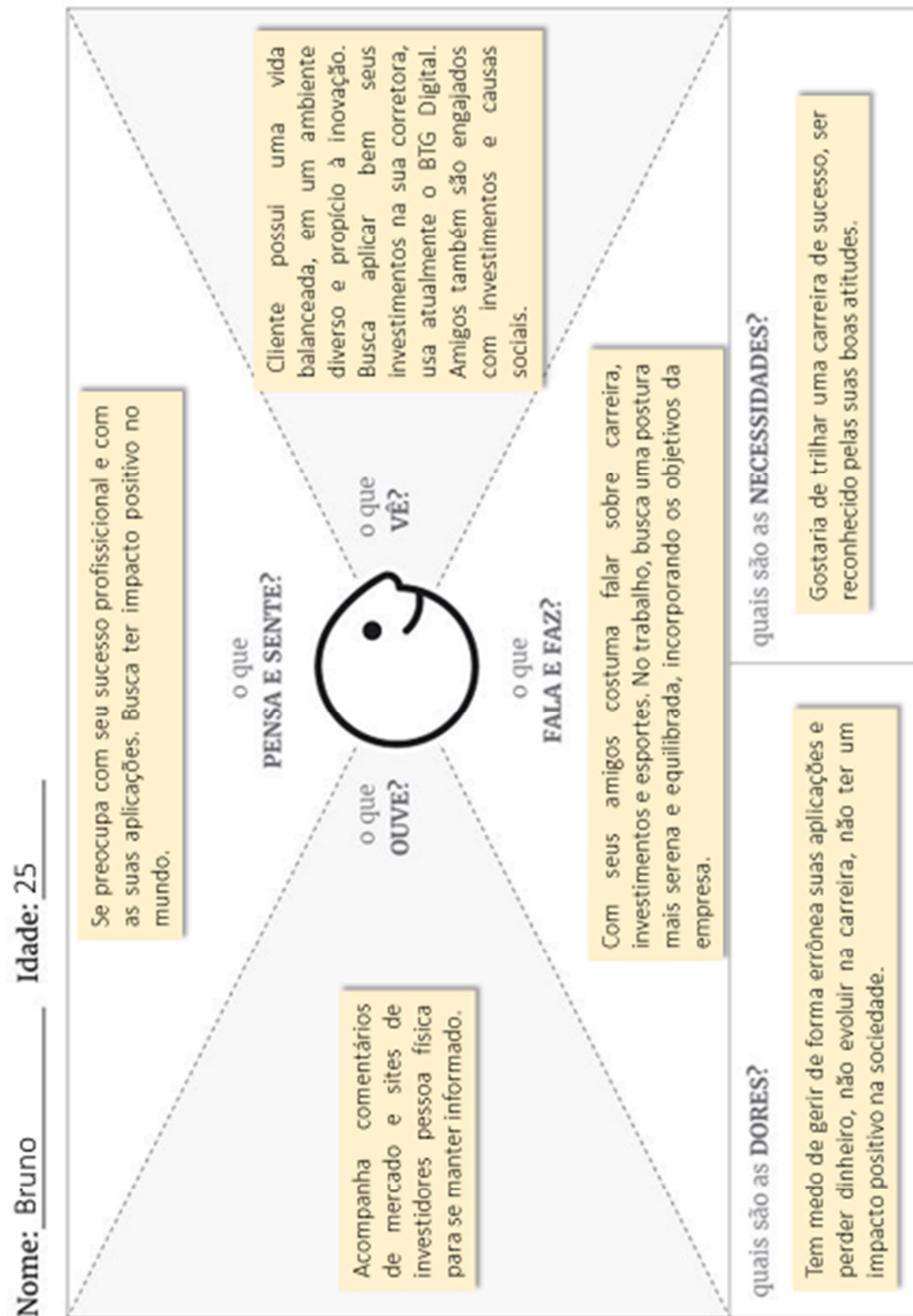
Fonte: elaborado pela autora

(ii) Cliente Pessoa Física Engajado;

Bruno, 25 anos. Busca um estilo de vida equilibrado, solteiro e gerente de marketing em uma startup madura. Tem uma rotina balanceada entre trabalho, amigos e esportes. Se mantém informado através de blogs especializados em marketing e jornais. Seu objetivo é continuar crescendo na startup em que trabalha e gerir bem suas aplicações financeiras. É engajado com temas relacionados a sustentabilidade e os acompanha. Costuma conversar com seus amigos sobre investimentos e projeção de carreira.

a) Mapa de Empatia:

Figura 28: Mapa de empatia do Cliente pessoa física



Fonte: elaborado pela autora

4.3.3. POV

Como a etapa de POV é o fechamento da etapa de entendimento do problema, do cliente e do produto e se inicia o desenvolvimento das propostas de solução. (VIANNA et al., 2012). Serve como uma tradução do conhecimento adquirido nas fases anteriores em uma única frase que expresse de forma sucinta e clara quem é o cliente, quais as suas necessidades e quais problemas são casados por essas. Entende-se o produto como tendo dois principais tipos de cliente potencial, logo, divide-se o POV em os investidores institucionais e os investidores pessoa física. As frases desenvolvidas no processo são:

- Investidor institucional: *“O investidor institucional, que se trata de fundos de pensão, fundos de fundos e family offices, precisa de produtos financeiros alternativos aos tradicionais que leve em consideração aspectos ASG e influencie empresas a adotar melhores práticas ao mesmo tempo que demonstra transparência no processo decisório e nas análises e é consistente quanto ao discurso, porque tem pressão de seus investidores de investir em produtos alternativos, busca gerar impacto positivo e precisa entender bem como os investimentos são realizados, além de diversificar o portfólio existente buscando novos produtos”*
- Investidor pessoa física: *“O investidor pessoa física, que se trata de investidores engajados ou que desejam diversificar o portfólio, precisa de mais opções de produtos financeiros alternativos aos tradicionais que levam aspectos ASG em consideração disponíveis nas plataformas, porque tem interesse em gerar impacto positivo na sociedade e/ou diversificar o portfólio existente.”*

4.3.4. Requisitos

Com base nos resultados obtidos anteriormente, foi realizada a listagem dos requisitos percebidos para o fundo. As características consideradas essenciais para a criação do fundo são listadas a seguir:

- Credibilidade da gestora e do modelo;
- Transparência com relação às políticas e processos internos;
- Consistência no discurso;

- Institucionalização do tema ASG internamente;
- Definir um propósito ASG;
- Engajar *stakeholders* com o tema.

4.4.Ideação

A etapa de Ideação leva em consideração as etapas anteriores e busca sumarizar o conhecimento obtido e trazer ideias de produto que sanem as necessidades do cliente. Os tópicos a seguir descrevem o resultado de diversas sessões de *brainstorm* para gerar as próprias definições da gestora para cada um dos temas desenvolvidos abaixo:

4.4.1. Esferas ASG e seus subtópicos

A fim de quebrar as análises a serem realizadas em cada grande tópico do ASG, a autora juntamente aos sócios da gestora dividiu cada uma das esferas em subtópicos para facilitar o entendimento do que está inserido em cada um dos tópicos. A divisão demonstrada na Tabela 4 contemplou 14 subtópicos, sendo 5 relacionados à esfera Ambiental, 4 relacionados à Social e 5 relacionados à Governança. A tabela foi desenvolvida com base no conteúdo estudado na fase de Exploração (tópico 4.1).

Tabela 4: Esferas ASG e seus subtópicos

Esfera	Subtópico
Ambiental (E)	Preocupação com o ecossistema em que está inserida
	Gestão ambiental
	Uso de recursos
	Gestão de resíduos
	Emissões de gases do efeito estufa
Social (S)	Responsabilidade com Clientes
	Funcionários
	Cadeia de Produção
	Impacto na Comunidade/ Sociedade
Governança (G)	Pessoas: Perfil e Capacidade de geração de valor
	Cultura / Gestão
	Confiança e Integridade
	Alinhamento de Interesses
	Estrutura Legal e de Controle

Fonte: desenvolvido pela autora em conjunto com os sócios da gestora

4.4.2. Aspectos ASG a serem analisados no processo de investimento

Buscando tornar tangível os conceitos Ambiental, Social e de Governança são listados, na Tabela 5, alguns exemplos de pontos que podem ser analisados em cada uma das esferas ao longo do processo de análise ASG. Os exemplos listados foram compilados pela autora junto aos sócios da gestora por meio de um *brainstorming* depois do estudo da definição do conceito ASG e da sua abrangência, no processo de desenvolvimento da tabela foram incorporados aspectos práticos das análises do dia a dia realizadas na gestora.

Tabela 5: Análises sugeridas para cada subtópico ASG

Tópico	Subtópico	Análises sugeridas
Ambiental (E)	Preocupação com o ecossistema em que está inserida	Histórico de acidentes ou multas Aderências aos princípios responsáveis de seu setor de atuação Políticas ambientais
	Gestão ambiental	Impacto da produção no meio ambiente das atividades das empresas Riscos ambientais Aspectos da produção quanto à gestão ambiental Projetos de minimizar o impacto ambiental das atividades
	Uso de recursos	Consumo de água Consumo de energia (intensidade, fontes fósseis ou renováveis?) Há projetos para melhorar a eficiência energética da empresa? Empresa utiliza insumos sustentáveis na sua produção? Busca maximizar sua produtividade? Otimização de processos
	Gestão de resíduos	Possui política de gestão de resíduos? Faz logística reversa? Faz coleta seletiva? Incentiva a reciclagem? Busca diminuir os resíduos gerados por suas atividades e seus produtos?
	Emissões de gases do efeito estufa	Empresa é intensiva em carbono? Qual a evolução das emissões de gases do efeito estufa? Tem projeto de zerar suas emissões ou comprar créditos de carbono para tal?
Social (S)	Responsabilidade com Clientes	Como a empresa está posicionada em rankings de reclamação? Vende produtos nocivos à saúde ou corrobora para um estilo de vida mais saudável?

		Incentiva práticas sustentáveis? Há obsolescência programada? Qual a vida útil do produto? Atendimento às necessidades do cliente é uma prioridade da empresa? Empresa tem estrutura e política robusta quanto a privacidade e segurança de dados?
	Funcionários	Diversidade do quadro de funcionários - empresa tem iniciativas neste sentido? Segurança do trabalhador
		Turnover voluntário de funcionários - iniciativas para retenção de talentos Políticas de remuneração e incentivo da empresa, planos de carreira Investimentos em treinamento e formação dos funcionários Engajamento dos funcionários Processos trabalhistas Iniciativas para atração de talentos
	Cadeia de Produção	Considera fatores ASG na seleção e avaliação de fornecedores?
		Fornecedores vão de acordo com as leis? São fiscalizados periodicamente?
	Impacto na Comunidade/ Sociedade	Impactos sociais das atividades da empresa Busca ter impacto positivo nas comunidades em que atua? Como?
Governança (G)	Pessoas: Perfil e Capacidade de geração de valor	Pessoas da alta diretoria possuem perfil/pensamento de dono? Qual a experiência na empresa? Entende a posição de liderança como uma carreira ou algo transitório? <i>Background</i> da liderança e <i>trackrecord</i> Liderança possui visão de longo prazo e foco na geração de valor sustentável? Existe consistência na estratégia e execução ao longo do tempo? Composição do conselho e da liderança é diversa em termos de <i>backgrounds</i> complementares, gênero e idade que vão de acordo com as necessidades da empresa? Há plano de sucessão do CEO e principais pessoas da alta gestão?
	Cultura / Gestão	Empresa possui cultura e valores claros, disseminados e valorizados pelo time? Incentiva a inovação internamente?

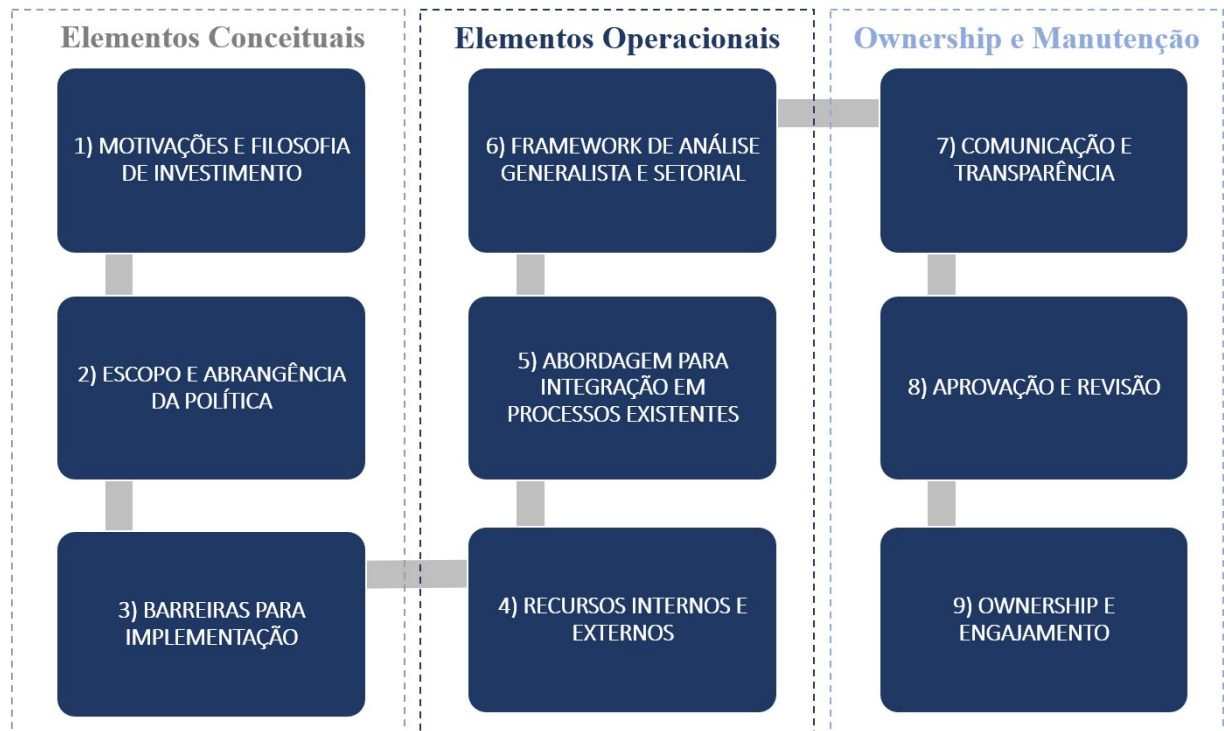
	Possui gestão hierarquizada ou aposta no empoderamento da ponta? Decisões são meritocráticas ou autocráticas? Desenvolve e promove rapidamente pessoas de alta performance? Tem boa relação com colaboradores? Evita criar burocracias desnecessárias em seus processos internos?
Confiança e Integridade	Honestidade Comunicação Transparência Assume responsabilidades? Liderança é comprometida com ética e valores morais em todos os níveis da empresa e via processos internos? Possui parcerias e alianças duradouras? Tem histórico de desvio de ética ou corrupção? Como a empresa se posicionou a respeito?
Alinhamento de Interesses	Estrutura de remuneração dos gestores está alinhada com a geração de valor para os acionistas minoritários? Participantes independentes no Board Processo de escolha de conselheiros Conselho é ativo e influencia as decisões e fornece suporte à liderança e à empresa?
Estrutura Legal e de Controle	Empresa está no Novo Mercado? Qual seu nível de governança? O estatuto da Cia. protege os interesses do acionista minoritário? Conselho é efetivo e agrega? Qual a frequência das reuniões? Existe um bloco de controle cujos interesses estão alinhados com os dos acionistas minoritários? Há políticas antissuborno/corrupção dentro da empresa e punições claras quanto a essas atitudes? A empresa tem práticas de cyber segurança e proteção de dados? Essas práticas foram revisadas/desafiadas? Estrutura interna de gestão de riscos

Fonte: desenvolvimento da autora em conjunto com os sócios da gestora

4.4.3. Framework de integração ASG

Com base no estudo realizado, foi desenvolvido um passo a passo de como a integração ASG deveria ser feita na gestora ilustrado na Figura 29. Nele são listados os principais elementos para que a integração ASG e posterior criação da ferramenta sejam concluídos.

Figura 29: Framework de integração ASG desenvolvido



Fonte: elaborado pela autora

4.4.4. Motivação da gestora

Juntamente aos sócios da gestora, o propósito da iniciativa foi elaborado com base nas etapas anteriores. O propósito passa a ser: *“Contribuir para a construção de um futuro sustentável para as próximas gerações, perpetuando patrimônio de maneira sustentável.”*

A motivação para a Integração ASG no processo de análise também foi elaborada em conjunto com os sócios da gestora e é: *“Investimentos ASG parecem ter uma **melhor relação risco/retorno** ao longo do tempo. Além de que o ASG pode ser uma oportunidade especialmente nos **países emergentes**, como o Brasil”*

4.4.5. Possibilidades de produto

Com base nas informações levantadas nas etapas anteriores foi possível mapear algumas especificações necessárias do produto a ser desenvolvido que são definidas mais para a frente do processo. O primeiro é o *framework* de análise que levará em consideração as restrições de time e estratégia da casa, buscando deixar o processo de análise mais aderente possível à realidade da gestora. O *framework* de integração ASG é uma das partes mais importantes do produto ASG e, por isso, precisa ser feito com apoio do time inteiro. O segundo é o funcionamento do filtro ASG, que se trata das decisões de como aplicar *screening* negativo, penalizar ou bonificar empresas do portfólio em termos de alocação de capital por conta da qualidade dos ativos e/ou até mesmo restringir o universo de cobertura.

4.5. Implementação

Para realizar a implementação o grupo optou por desenhar um VPC (o *canvas* de proposição de valor) levantar as hipóteses e testá-las. Desta forma, o processo descrito anteriormente foi realizado. Como apresentado na Figura 30.

Figura 30: Dimensões do processo de Implementação



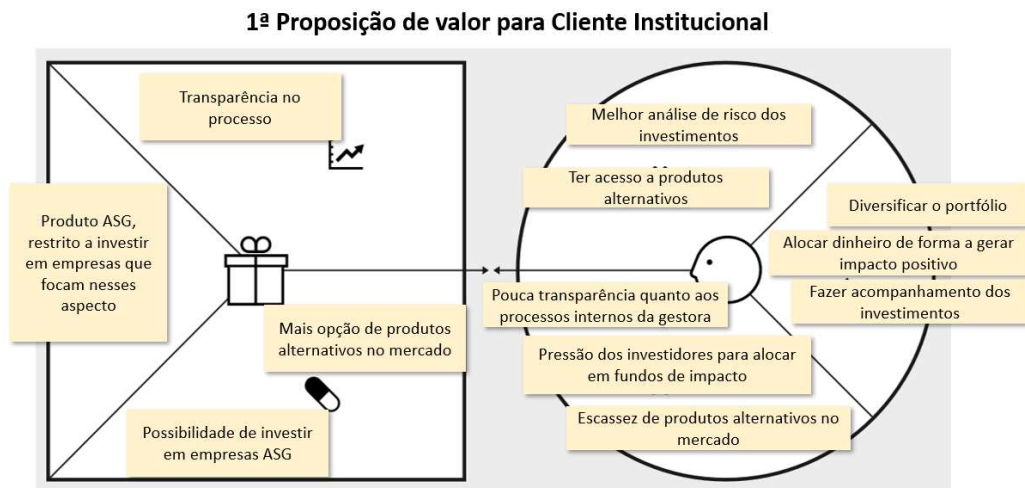
Fonte: elaborado pela autora

4.5.1. Descoberta do Cliente

No primeiro passo para a implementação, foi desenvolvido o VPC inicial, para clientes institucionais e para cliente de varejo, a partir de um *brainstorm*, o resultado pode ser observado nas Figuras 31 e 32 a seguir. Foi desenvolvido um *canvas* para ambos os segmentos de cliente

estudados, dado que cada cliente tem necessidades específicas de seu segmento e demandam diferentes quesitos da gestora e do produto.

Figura 31: 1º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional



Fonte: elaborado pela autora

Figura 32: 1º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo



Fonte: elaborado pela autora

4.5.1.1. Hipóteses

Desenvolvido o *canvas*, o grupo focou em desenvolver as hipóteses de proposta de valor e segmento de clientes.

Quanto à **proposta de valor**, as primeiras hipóteses levantadas pelo grupo levam em consideração o problema e a solução que o produto irá endereçar. As hipóteses listadas abaixo têm se relacionam com os elementos do *canvas* da proposição de valor.

Problemas

“Há poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado brasileiro, para clientes institucionais e, principalmente, para clientes de varejo”

“Clientes institucionais e de varejo têm dificuldade para diversificar o portfólio”

“Clientes institucionais gostariam de ter maior transparência quanto às políticas e processos internos da gestora relacionadas ao produto”

Solução

“Clientes institucionais têm interesse em um novo produto alternativo ASG, que garanta transparência no processo e que influencie os *stakeholders* a adotarem atitudes mais sustentáveis”

“Clientes de varejo querem gerar impacto positivo na sociedade através de investimento em produtos sustentáveis”

Essas são as principais hipóteses que envolvem o problema e a solução propostas pela gestora, levando em consideração os dois clientes alvo.

Quanto ao **segmento de clientes**, o grupo definiu dois perfis diferentes, sendo as características descritas a seguir:

- **Cliente Institucional:** gestores de fundos de pensão, fundos de fundos e *family offices* que buscam produtos financeiros alternativos para diversificar o portfólio existente.
- **Cliente de Varejo:** principais interessados no produto ASG seriam investidores pessoa física engajados com causas sustentáveis ou que desejam diversificar o portfólio

As hipóteses descritas definem o perfil inicial dos clientes potenciais, idealizado pelo grupo.

4.5.1.2. Teste do Problema

Neste passo, as hipóteses relacionadas ao problema e à solução definidas no tópico anterior são testadas, por meio de entrevistas com clientes potenciais, institucionais e de varejo, utilizando a abordagem de Maurya (2012). Para garantir a melhor utilização do tempo da entrevista, além do teste das hipóteses de problema e solução, o grupo buscou também aprofundar os conhecimentos a respeito do cliente.

Planejamento de testes

Foram selecionadas as hipóteses relacionadas ao problema dos clientes que a gestora estaria endereçando com o produto a ser lançado. O grupo preencheu os cartões de teste, apresentados na seção 2.5 de Testes e Aprendizados, planejando a forma com que os testes seriam feitos.

Figura 33: Cartão de Teste do Problema focada em clientes institucionais

Nome do teste Entrevista com potenciais clientes institucionais	
Hipóteses a serem testadas "Há poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado brasileiro, para clientes institucionais" "Clientes institucionais gostariam de ter maior transparência quanto às políticas e processos internos da gestora relacionadas ao produto"	Criticidade da hipótese   
	Custo   
	Confiabilidade dos dados   
Definição e passo a passo do teste realizado Entrevistas seguindo metodologia de Maurya (2012)	Tempo necessário   
Como será medido o resultado do teste? Confirmação dos problemas através das entrevistas	
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado? Ter resposta afirmativa com relação às hipóteses desenvolvidas pelo grupo	

Fonte: elaborado pela autora

Figura 34: Cartão de Teste do Problema focada em clientes de varejo

Nome do teste Entrevista com potenciais clientes de varejo	
Hipóteses a serem testadas "Há poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado brasileiro para clientes de varejo" "Clientes de varejo têm dificuldade para diversificar o portfólio"	Criticidade da hipótese
Definição e passo a passo do teste realizado Entrevistas seguindo metodologia de Maurya (2012)	Custo
Como será medido o resultado do teste? Confirmação dos problemas através das entrevistas	Confiabilidade dos dados
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado? Ter resposta afirmativa com relação às hipóteses desenvolvidas pelo grupo	Tempo necessário

Fonte: elaborado pela autora

Dois testes, apresentados nas figuras 33 e 34 foram planejados a fim de testar as hipóteses do problema. Cada teste foi focado em um segmento de cliente diferente. Os clientes potenciais foram escolhidos e convidados. O perfil dos entrevistados é descrito abaixo:

- Cliente institucional I: fundo de pensão relevante e tradicional, presente no mercado há mais de uma década. Muito focado na relação de risco vs. retorno, dado seu perfil mais conservador e seu dever fiduciário de perpetuar o patrimônio dos clientes.
- Cliente institucional II: um dos maiores *family offices* do Brasil, tradicional. Busca montar os melhores portfólios para seus clientes, buscando satisfazer os desejos principais dos clientes como gerar impacto positivo na sociedade e/ou obter maiores retornos etc.
- Cliente de Varejo I: tem 28 anos, trabalha em startup como desenvolvedor de software. Investe o próprio dinheiro como hobby há 4 anos via plataformas de investimento, possui conta no BTG Digital. Muito ligado a causas sociais, gosta de ter impacto positivo no mundo.
- Cliente de Varejo II: tem 35 anos, trabalha em mercado financeiro, faz a gestão do próprio dinheiro há 10 anos via XP e tem muito interesse por novidades do mercado.

- Cliente de Varejo III: tem 24 anos, trabalha em uma multinacional, começou a investir o dinheiro recentemente via BTG digital, ainda está aprendendo. Muito engajada com causas sociais desde a adolescência.

A estrutura seguida nas entrevistas foi a descrita no tópico 2.2.2.1 de Entrevista sobre o problema. As entrevistas tiveram duração de aproximadamente uma hora e todos do grupo do projeto (2 sócios, a autora e mais uma analista) participaram. O agendamento e a realização das entrevistas levaram duas semanas. As entrevistas foram realizadas via videoconferência.

Aprendizados do problema

Os resultados obtidos foram em linha com os *insights* descritos na seção 4.2.1., abaixo os principais pontos de aprendizado dos testes.

Figura 35: Cartão de Aprendizado do teste do problema de clientes institucionais

Nome do teste	Entrevista com potenciais clientes institucionais
Hipótese que foi testada “Há poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado brasileiro, para clientes institucionais” “Clientes institucionais gostariam de ter maior transparência quanto às políticas e processos internos da gestora relacionadas ao produto”	
O que foi observado? Qual o resultado do teste? Ambos os clientes entrevistados afirmaram que não há uma vasta gama de produtos alternativos sustentáveis no mercado. Porém, confirmaram que há certa variedade e que o maior problema não é a oferta e sim as características do produto, como a transparência da política adotada, a consistência no discurso e o retorno. Dados de confiabilidade média dado o pequeno espaço amostral.	
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos? A hipótese de que há poucos produtos alternativos para cliente institucional foi refutada. Sendo as características do produto mais importantes.	
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos insights? O maior foco do problema será nas características do produto.	

Fonte: elaborado pela autora

Figura 36: Cartão de Aprendizado do teste do problema de clientes de varejo

Nome do teste	Entrevista com potenciais clientes de varejo
Hipótese que foi testada	
“Há poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado brasileiro para clientes de varejo” “Clientes de varejo têm dificuldade para diversificar o portfólio”	
O que foi observado? Qual o resultado do teste?	
Os clientes entrevistados confirmaram a hipótese de que há sim poucos produtos alternativos focados em ASG acessíveis no mercado, corroborando com a descoberta realizada na etapa de Vivência. A hipótese da dificuldade de diversificar o portfólio foi refutada pois os entrevistados confirmaram que tem outros produtos financeiros disponíveis no mercado que diversificam o portfólio.	Confiabilidade dos dados   
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos?	
A hipótese de que há poucos produtos alternativos para cliente institucional foi confirmada. Porém, os clientes comentaram que a dificuldade não é diversificar o portfólio e sim entender os produtos ofertados nas plataformas, pois há pouca informação disponível.	
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos insights?	
Maior foco na comunicação sobre o que é o produto e a gestora, educando o investidor.	

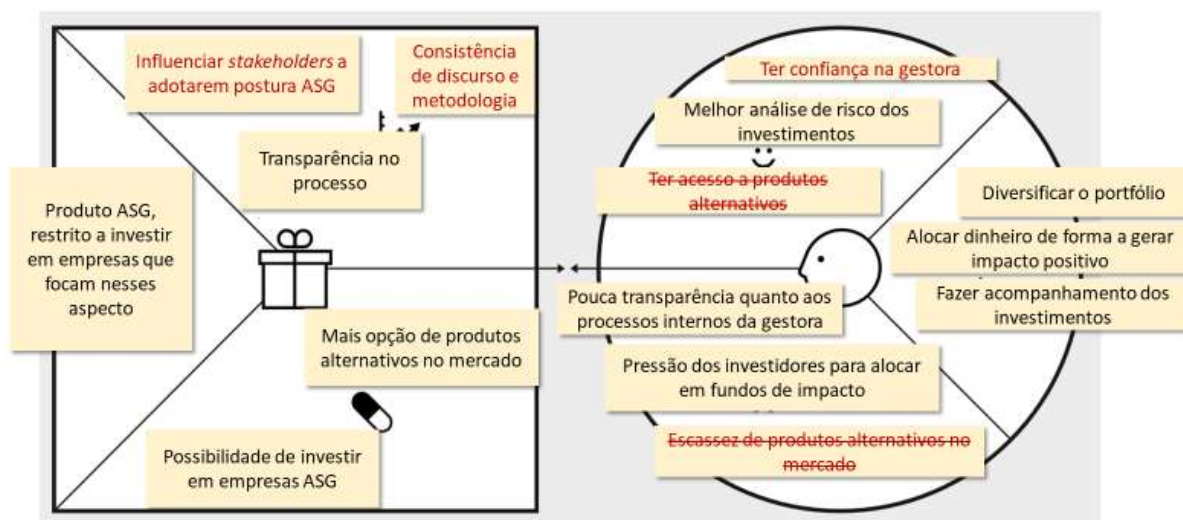
Fonte: elaborado pela autora

Revisão do *canvas*

Os aprendizados descritos nas figuras 35 e 36 acima foram utilizados como insumo para propor alterações nos VPCs. As alterações estão apresentadas em vermelho nas figuras 37 e 38 abaixo. Um novo *brainstorm* foi realizado a fim de aprimorar o *canvas* incorporando os aprendizados obtidos nas entrevistas realizadas. As mudanças no *canvas* estão marcadas em vermelho e foram descritas nos cartões de aprendizado (figuras 37 e 38).

Figura 37: 2º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional

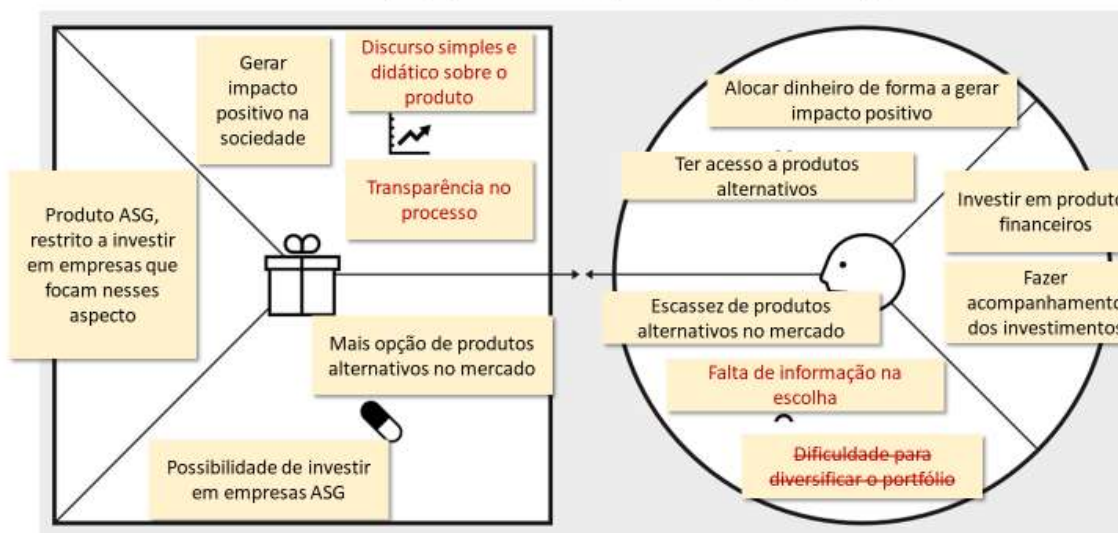
2ª Proposição de valor para Cliente Institucional



Fonte: elaborado pela autora

Figura 38: 2º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo

2ª Proposição de valor para Cliente de Varejo



Fonte: elaborado pela autora

O grupo decidiu aprovar o teste realizado, validando o problema perante clientes. Vale ressaltar que na etapa 4.2.1 o grupo já tinha realizado entrevistas com potenciais clientes a fim

de entender melhor o tema e o produto estudado. Desta forma, o *canvas* inicial foi realizado já com um conhecimento razoável a respeito do público-alvo.

4.5.1.3. Teste da solução

Nesta etapa do projeto, o grupo envolvido desenvolveu um teste para validar as hipóteses da solução proposta, para ambos os segmentos de cliente.

Planejamento de testes

O teste foi realizado através da construção de um MVP que consiste em um *pitch* do produto que apresenta a proposição de valor aos potenciais clientes. O MVP foi desenvolvido pela autora ao longo de três semanas. As apresentações do MVP foram feitas em forma de entrevista, seguindo a metodologia de Maurya (2012) descrita nos tópicos 2.4.2.1 e 2.4.2.2 deste documento. No caso, a demonstração é a apresentação do *pitch* desenvolvido pela autora. A etapa de teste de precificação foi pulada pois o produto financeiro terá o mesmo custo que os demais produtos da gestora, que é baseado no padrão do mercado. O planejamento dos testes é descrito no cartão de teste apresentado na Figura 39. Foram realizadas 22 entrevistas/apresentações e cada interação com cliente levou cerca de uma hora, mais 20 minutos para documentar os insights obtidos. Vale ressaltar que o MVP desenvolvido tinha duas versões, cada uma voltada para um segmento específico de cliente e o discurso também teve o linguajar adaptado, evitando utilizar termos técnicos quando apresentado para cliente de varejo.

Figura 39: Cartão de Teste da Solução focada em clientes institucionais

Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> para potenciais clientes institucionais
Hipóteses a serem testadas "Clientes institucionais têm interesse em um novo produto alternativo ASG, que garanta transparência no processo e que influencie os stakeholders a adotarem atitudes mais sustentáveis"	Criticidade da hipótese    Custo   
Definição e passo a passo do teste realizado Montagem de um MVP (<i>pitch</i>) e apresentação para clientes institucionais.	Confiabilidade dos dados   
Como será medido o resultado do teste? Reação e respostas dos clientes a respeito do <i>pitch</i>	Tempo necessário   
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado? Cliente confirmar que investiria no produto apresentado.	

Fonte: elaborado pela autora

Figura 40: Cartão de Teste da Solução focada em clientes de varejo

Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> para potenciais clientes de varejo
Hipóteses a serem testadas "Clientes de varejo querem gerar impacto positivo na sociedade através de investimento em produtos sustentáveis"	Criticidade da hipótese    Custo   
Definição e passo a passo do teste realizado Montagem de um MVP (<i>pitch</i>) e apresentação para clientes de varejo. Com discurso simplificado.	Confiabilidade dos dados   
Como será medido o resultado do teste? Reação e respostas dos clientes a respeito do <i>pitch</i>	Tempo necessário   
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado? Cliente confirmar que investiria no produto apresentado.	

Fonte: elaborado pela autora

Aprendizados

O MVP foi apresentado para os mesmos clientes da etapa de teste do problema e para os clientes existentes e potenciais entrevistados na etapa 4.2. de Imersão. O critério de sucesso

foi atingido, com a maioria dos 22 clientes entrevistados, sendo 14 institucionais e 7 de varejo, demonstrando interesse pelo produto. Diversos *feedbacks* foram recebidos nas entrevistas e o *pitch* foi ajustado algumas vezes ao longo das apresentações para ser feito de forma mais didática, rápida, concisa e com ênfase na proposta de valor do produto. A equipe aprovou o teste, considerando que o resultado é uma evidência clara de que há interesse dos clientes pela solução proposta. Desta forma, o grupo conseguiu confirmar os pontos-chave da solução, sendo os principais aprendizados apresentados nas Figuras 41 e 42 abaixo.

Figura 41: Cartão de Aprendizado do teste da solução de clientes institucionais

Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> para potenciais clientes institucionais
Hipótese que foi testada "Clientes institucionais têm interesse em um novo produto alternativo ASG, que garanta transparência no processo e que influencie os stakeholders a adotarem atitudes mais sustentáveis"	
O que foi observado? Qual o resultado do teste? Clientes institucionais demonstraram interesse na proposta de valor apresentada no <i>pitch</i> . Perceberam o bom embasamento teórico no tema e a seriedade da casa quanto ao produto e à filosofia ASG. Gostaram da proposta de transparência total quanto as políticas e processo internos. Hipótese aprovada.	
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos? A hipótese foi aprovada. Além do produto, os clientes buscam maior transparência e até mesmo certa educação a respeito do tema, pedindo dicas e tirando dúvidas após a apresentação do <i>pitch</i> . Há certo receio quanto ao <i>greenwashing</i> .	
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos insights? Maior foco na estruturação interna do produto, garantindo a aderência da gestora.	

Fonte: elaborado pela autora

Figura 42: Cartão de Aprendizado do teste da solução de clientes de varejo

Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> para potenciais clientes de varejo
Hipótese que foi testada "Clientes de varejo querem gerar impacto positivo na sociedade através de investimento em produtos sustentáveis"	
O que foi observado? Qual o resultado do teste? Clientes demonstraram interesse no produto após a apresentação do <i>pitch</i> . Porém, com diversas dúvidas a respeito do tema e da filosofia adotada pela gestora.	Confiabilidade dos dados 
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos? A hipótese foi aprovada desde que o produto não tenha a rentabilidade muito mais baixa que a média dos produtos financeiros similares mas não ASG. Clientes de varejo não estão dispostos a sacrificar muito retorno pelo produto, alegam que aceitariam no máximo 15% de diferença de retorno ao ano. As dúvidas levantadas pelos clientes tornou clara a necessidade de uma iniciativa de educação dos interessados, mostrando a necessidade melhorar a comunicação com esse cliente.	
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos <i>insights</i>? Maior foco na comunicação sobre o que é o produto e a gestora, educando o investidor.	

Fonte: elaborado pela autora

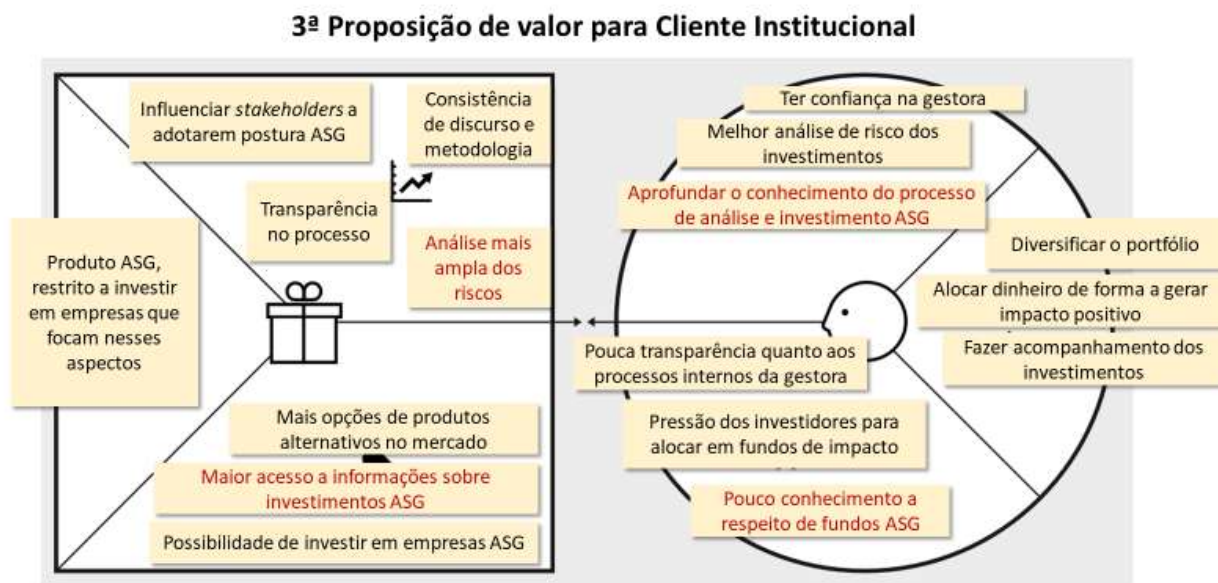
Com os resultados e *feedbacks* descritos, o grupo obteve mais indícios sobre o interesse do público-alvo perante a solução.

Revisão do canvas

O canvas revisado com base nos *insights* obtidos é apresentado nas Figuras 43 e 44.

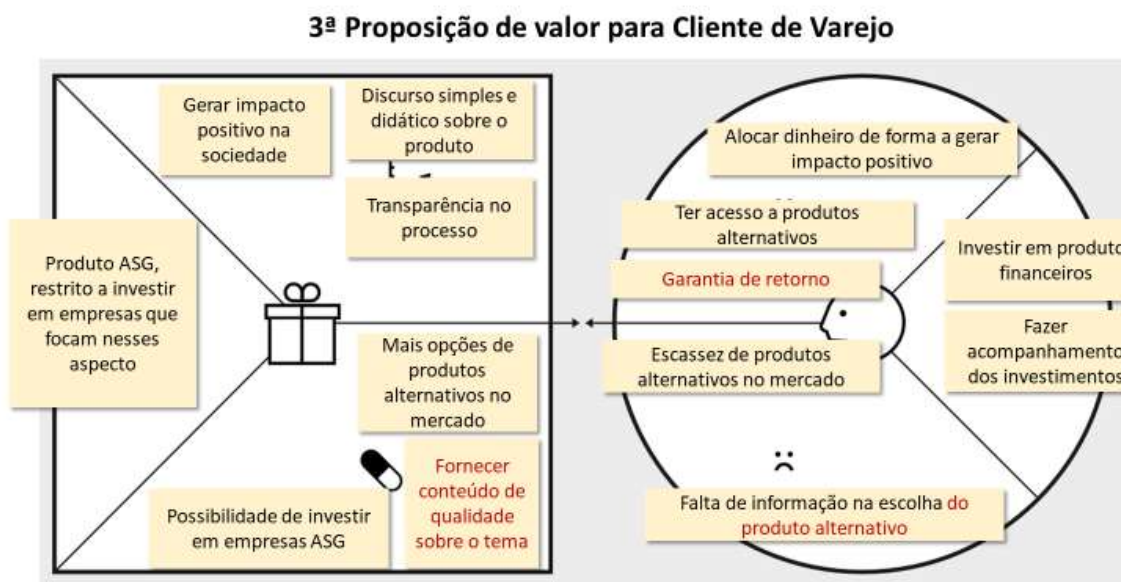
Grande parte das modificações da solução está relacionada à necessidade percebida de conteúdo didático sobre ASG, tema relativamente novo no mundo e principalmente no Brasil. Clientes ainda possuem diversas dúvidas que gostariam de sanar antes de investir ou durante o investimento no produto ASG.

Figura 43: 3º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional



Fonte: elaborado pela autora

Figura 44: 3º Canvas de proposição de valor para o cliente de varejo



Fonte: elaborado pela autora

4.5.2. MVP II

Com os resultados do primeiro MVP, que foi o *pitch* do produto, foi possível começar a desenvolver um MVP de alta fidelidade. Como mapeado nos testes anteriores, os clientes, principalmente os institucionais, prezam demasiadamente pelos processos internos da gestora quanto ao produto ASG. Desta forma, entende-se que parte do MVP é (i) desenvolver o time interno nas questões ASG, (ii) começar a construir o *framework* de integração ASG no processo tradicional de investimentos, (iii) melhorar a comunicação com o cliente final, (iv) analisar a fundo as empresas nos aspectos ASG do universo de cobertura (este passo envolve analisar a materialidade da companhia, estudar a fundo os materiais existentes que envolvam aspectos ASG, enviar um questionário específico para a empresa e marcar uma reunião com a alta liderança e/ou com o time responsável pela sustentabilidade da empresa para tirar as dúvidas restantes).

Na etapa de *pitch*, alguns clientes demonstraram interesse em ser *early adopters* do produto. E, por isso, o MVP de alta fidelidade precisou ser feito de forma acelerada, pois já havia demanda.

4.5.2.1.Hipóteses II

Nesta etapa, algumas hipóteses foram levantadas relacionadas ao diferencial competitivo do produto a ser lançado, já que há outros produtos similares no mercado, mesmo que em menor quantidade.

As hipóteses levantadas foram: (i) “O cliente quer ser educado no tema pois entende que é uma tendência.”; (ii) “Levar conteúdo educativo sobre ASG para o cliente é uma forma de conquistá-lo e melhorar o *brand awareness* da gestora.”

4.5.2.2.Testes II

Com a hipótese referente ao potencial diferencial competitivo do produto definida, o *pitch* foi adaptado. O teste é descrito na Figura 45. O *pitch* foi apresentado a 5 clientes institucionais e 6 de varejo.

Figura 45: Cartão de Teste para Hipótese II

Nome do teste Realização de um <i>pitch</i> com conteúdo educativo para potenciais clientes	
Hipóteses a serem testadas “O cliente quer ser educado no tema pois entende que é uma tendência.”; “Levar conteúdo educativo sobre ASG para o cliente é uma forma de conquistá-lo e melhorar o <i>brand awareness</i> da gestora.”	Criticidade da hipótese    Custo   
Definição e passo a passo do teste realizado Adaptação do <i>pitch</i> com explicações a respeito do tema e apresentação de um <i>case</i> de análise ASG em uma empresa	Confiabilidade dos dados   
Como será medido o resultado do teste? Reação e respostas dos clientes a respeito do <i>pitch</i>	Tempo necessário   
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado? Cliente confirmar que investiria no produto apresentado.	

Fonte: elaborado pela autora

4.5.2.3. Aprendizados II

Dentre os aprendizados da etapa em questão, está a importância de levar conteúdo para o cliente no momento da venda. Muitos investidores institucionais ainda não possuem conhecimento sólido a respeito do assunto e a maioria dos clientes de varejo entrevistados sabem muito pouco do tema. O desconhecimento do assunto é um dificultador na hora de escolher o produto, pois o investidor tem dúvidas quanto ao perfil de investimento e ao processo de análise que a gestora adota. Os principais aprendizados estão apresentados na Figura 46 abaixo.

Figura 46: Cartão de Aprendizado do teste da Hipótese II

Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> com conteúdo educativo para potenciais clientes
Hipótese que foi testada	“O cliente quer ser educado no tema pois entende que é uma tendência.”; “Levar conteúdo educativo sobre ASG para o cliente é uma forma de conquistá-lo e melhorar o <i>brand awareness</i> da gestora.”
O que foi observado? Qual o resultado do teste?	Clientes acharam o conteúdo apresentado interessante, alguns já tinham conhecimento sobre alguns tópicos abordados mas a maioria não sabia dos pequenos detalhes. Todos os clientes se interessaram pelo <i>case</i> de análise apresentado e também pelo passo a passo da incorporação do ASG na gestora, corroborando com a tese de que os processos internos são de elevada importância para a decisão de investimento Confiabilidade dos dados ✗
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos?	A hipótese de que o conteúdo educativo agrega na hora da venda do produto e que o cliente tem interesse em aprofundar no tema foi aprovada.
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos <i>insights</i>?	Maior foco na comunicação sobre o que é o produto e a gestora, educando o investidor.

Fonte: elaborado pela autora

Algumas sugestões surgiram ao longo das conversas. As mais relevantes, que o grupo acredita que agregariam de forma significativa, foram: (i) Estruturar um conselho ASG, com experts e representantes de consultoria especializada que acompanham de forma periódica a evolução interna da incorporação do processo, dão *guidance* e, no limite, possuem a palavra final em momentos de dúvida quanto à validade do ASG de uma empresa ou outra; (ii) Desenvolver o *framework* de análise e apresentar o passo a passo definido; (iii) Montar como ficaria a carteira de ações exclusiva ASG e apresentar para maiores clientes; (iv) Definir limitações de investimento e regras do fundo; (v) Melhorar a comunicação da gestora com clientes, via documentos oficiais e presença dos gestores em *lives* e eventos.

4.5.3. MVP III – Testar vendas

Este MVP de alta fidelidade já trata de aspectos do produto financeiro a ser desenvolvido além do conteúdo do *pitch*. Isto é, nesta iteração o produto já toma forma real pois é lançado o fundo e os processos internos de investimento ASG começam a tomar forma.

Os aspectos aprofundados para desenvolver o MVP III foram os mapeados na iteração anterior e são listados a seguir, junto com o passo a passo de implementação de cada um:

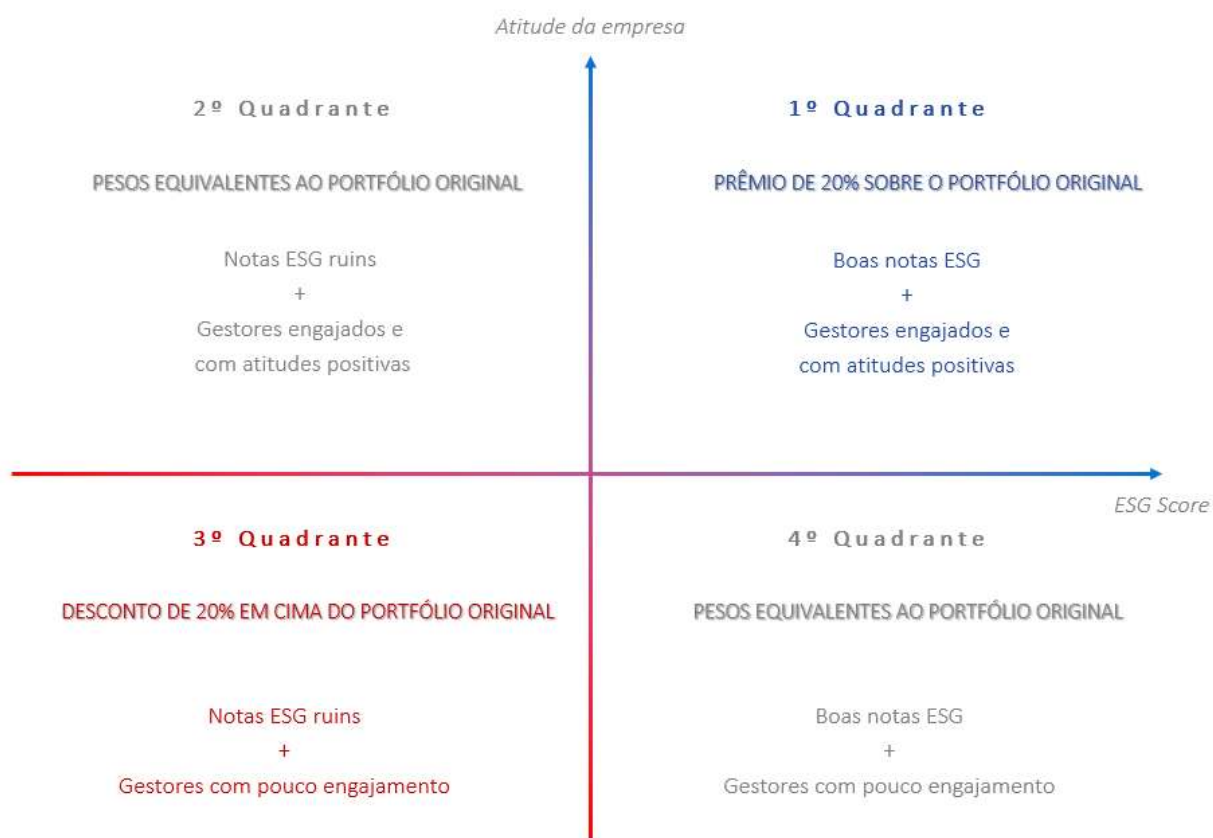
- (i) Estruturar um conselho ASG para institucionalizar as decisões ao lado de especialistas no tema;

Uma consultoria especializada que já tinha trabalhado com o grupo em etapas anteriores do processo foi convidada para fazer parte do Conselho ASG do fundo assim como uma especialista no mercado, que já trabalhara em empresas como conselheira de sustentabilidade. O conselho foi estruturado e as primeiras reuniões foram realizadas, muito focadas em aprimorar o *framework* de análise e integração ASG.

- (ii) Desenvolver *framework* de análise e apresentar passo a passo;

O desenvolvimento do *framework* de análise foi realizado de forma a buscar sinergias com o processo tradicional já existente na gestora. Como a gestora usa uma ferramenta para ranquear as empresas, foi decidido que a análise ASG seria quantitativa também, resultando em um Score proprietário que pudesse ser incorporado na ferramenta tradicional. Além disso, o grupo desenvolveu uma matriz em que o eixo X é o resultado do Score ASG da empresa estudada e o eixo Y se trata da Atitude da empresa, isto é, como que a empresa se posiciona perante aspectos ASG. O passo a passo do Score ASG por sua vez envolve analisar a materialidade da companhia, estudar a fundo os materiais existentes que envolvam aspectos ASG, enviar um questionário específico para a empresa e marcar uma reunião com a alta liderança e/ou com o time responsável pela sustentabilidade da empresa para tirar as dúvidas restantes. Ao fim do processo, um questionário interno é preenchido com notas de 0-3 ponderadas pela materialidade, levando em consideração os 14 tópicos descritos no item 4.4. 2.. O framework e o passo a passo do Score ASG são ilustrados nas Figuras 47 e 48, respectivamente.

Figura 47: Framework de análise ASG da gestora



Fonte: elaborado pela autora

Figura 48: Passo a Passo do Score ASG da gestora



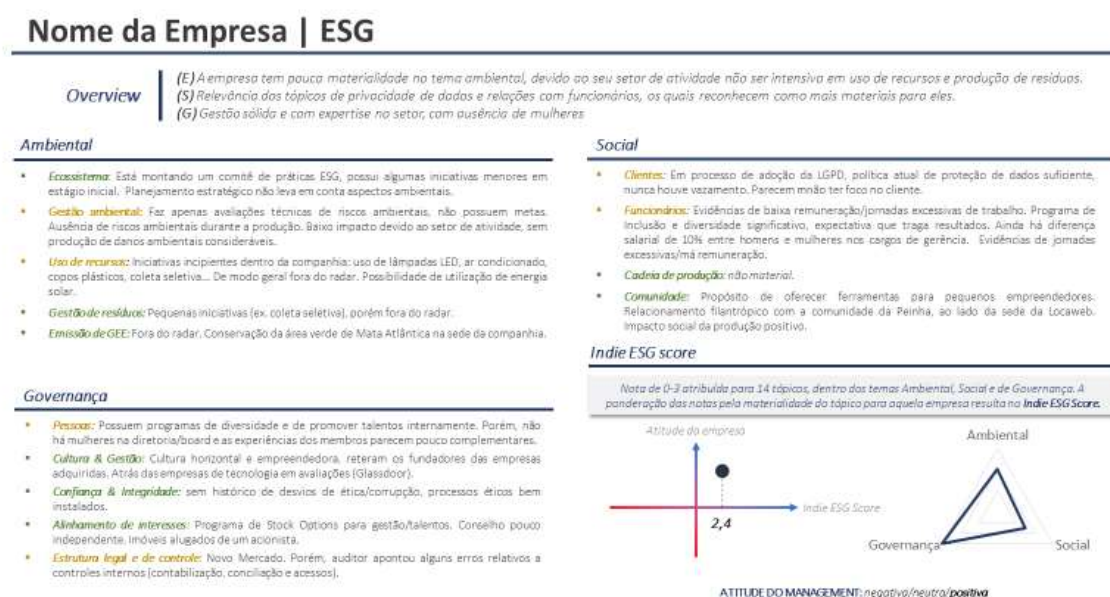
Fonte: SITAWI, conforme Mapa de Materialidade da SASB Sustainability Accounting Standard Board e Bloomberg // material própria

Fonte: elaborado pela autora

(iii) Analisar o universo de cobertura

Para lançar oficialmente o produto é necessário ter uma análise ASG robusta sobre todo o universo de cobertura. Para o MVP III foi realizada a análise ASG das empresas do portfólio atual do outro fundo da gestora, aproximadamente 25 empresas. Foi montado um material resumindo cada análise ASG de empresa, para facilitar a apresentação para os clientes quando solicitado, exemplo ilustrado na Figura 49. Vale ressaltar que o desenvolvimento do processo de análise teve diversas modificações ao longo do caminho que foram baseadas nos *feedbacks* dados pelos analistas dos times de análise.

Figura 49: *Template* para resumir a análise ASG por empresa



Fonte: elaborado pela autora

(iv) Definir limitações de investimento, regras do fundo e aspectos técnicos;

Limitações do fundo foram definidas, assim como as principais regras e aspectos técnicos. Neste processo participou os fundadores, o time do comercial e o grupo envolvido no projeto.

(v) Melhorar a comunicação com clientes

Visando melhorar a comunicação com os clientes, tanto de varejo quanto institucionais, a gestora passou a estar presente como palestrante em diversos eventos online. Além disso, a gestora lançou a sua carta semestral na qual escreve sobre ASG e a metodologia utilizada para integrar os aspectos ASG no processo de investimento. A responsividade dos clientes para a carta lançada foi muito positiva.

4.5.3.1. Hipóteses III

Buscando validar o produto com o cliente, o MVP de alta fidelidade é apresentado para os 22 primeiros entrevistados em modelo de *pitch*. Porém, agora com as novas definições e com o resumo dos cases analisados. As apresentações serviram para vender o produto, já que este estava praticamente finalizado nesta etapa. Faltava montar somente a carteira de ações ASG, mas que só poderia ser montada quando os analistas terminassem de fazer as análises ASG para

tudo o universo de cobertura. Por ambos os processos, de venda e de análise do universo de cobertura, serem demorados, a etapa de vendas foi iniciada antes de ter o produto completamente finalizado. As hipóteses a serem testadas são as mesmas das etapas anteriores que não foram refutadas e com as atualizações realizadas ao longo das iterações.

4.5.3.2. Testes III

O teste realizado tem seu planejamento descrito no cartão de teste, apresentado na Figura 50. No teste há quatro hipóteses principais do produto sendo testadas de forma simultânea, as hipóteses tratam da proposta de valor e das necessidades dos clientes.

Figura 50: Cartão de Teste para Hipótese III

Nome do teste	
Realização de um <i>pitch</i> completo, já com todas as especificações e detalhes do produto	
Hipóteses a serem testadas	Criticidade da hipótese
"Clientes institucionais têm interesse em um novo produto alternativo ASG, que garanta transparência no processo e que influencie os stakeholders a adotarem atitudes mais sustentáveis" "Clientes de varejo querem gerar impacto positivo na sociedade através de investimento em produtos sustentáveis" "O cliente quer ser educado no tema pois entende que é uma tendência."; "Levar conteúdo educativo sobre ASG para o cliente é uma forma de conquistá-lo e melhorar o <i>brand awareness</i> da gestora."	● ● ✖
Definição e passo a passo do teste realizado	Custo
Apresentação do <i>pitch</i> de vendas finalizado para clientes que participaram do início do processo	✖ ● ●
Como será medido o resultado do teste?	Confiabilidade dos dados
Através da documentação da resposta e reação dos clientes após a apresentação do <i>pitch</i>	✖ ● ●
Qual é o objetivo do teste? O que precisa ser alcançado para o teste ser validado?	Tempo necessário
Verificar a aderência do mercado ao produto oferecido. Critérios de sucesso: - Ao menos 70% dos clientes de varejo indicarem que vão investir no fundo assim que lançar - Conseguir pelo menos R\$ 20 milhões de investimento comprometido com o fundo de clientes institucionais	● ✖ ●

Fonte: elaborado pela autora

4.5.3.3. Aprendizados

As principais conclusões do teste estão descritas no cartão de aprendizados, ilustrado na Figura 51.

Figura 51: Cartão de Aprendizado do teste da Hipótese III

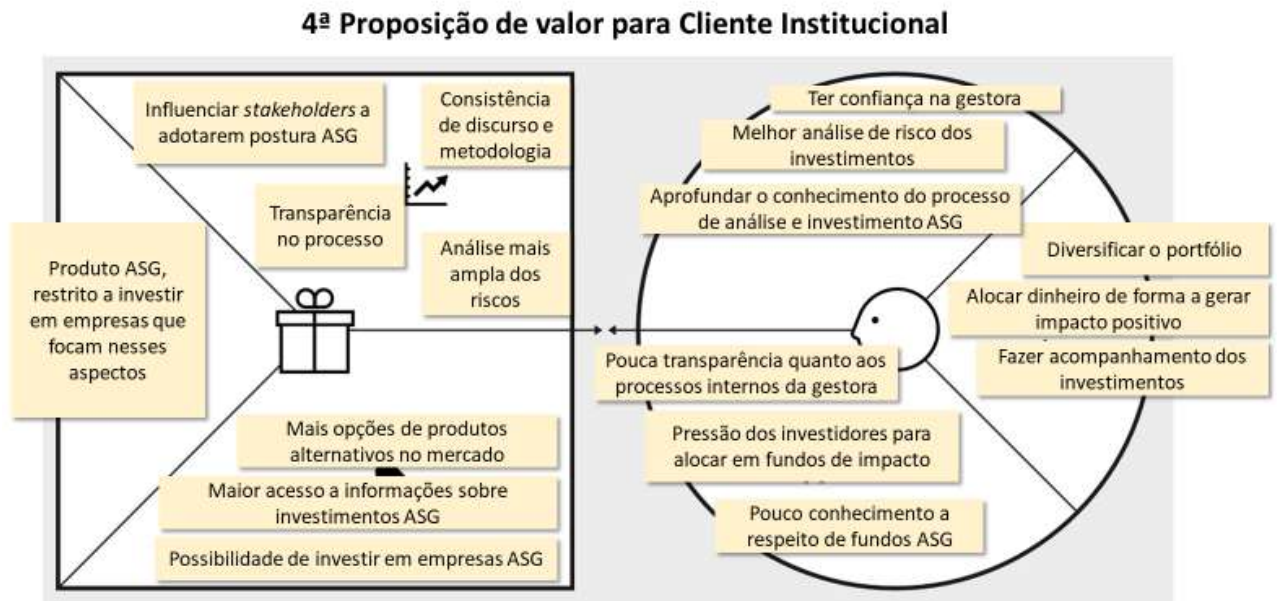
Nome do teste	Realização de um <i>pitch</i> completo, já com todas as especificações do produto
Hipótese que foi testada "Clientes institucionais têm interesse em um novo produto alternativo ASG, que garanta transparência no processo e que influencie os stakeholders a adotarem atitudes mais sustentáveis" "Clientes de varejo querem gerar impacto positivo na sociedade através de investimento em produtos sustentáveis" "O cliente quer ser educado no tema pois entende que é uma tendência."; "Levar conteúdo educativo sobre ASG para o cliente é uma forma de conquistá-lo e melhorar o <i>brand awareness</i> da gestora."	
O que foi observado? Qual o resultado do teste? O teste validou as hipóteses levantadas, pois os critérios de sucesso foram atingidos. O grupo obteve 87% de interesse dos clientes de varejo e os clientes institucionais se comprometeram com R\$ 35 milhões a serem investidos no fundo ASG assim que for lançado oficialmente.	
O que foi aprendido? Quais <i>insights</i> obtidos? O grupo ficou surpreso com a aderência dos clientes ao produto, conseguindo atingir resultados expressivos em pouco tempo. Parte relevante foi o interesse por parte dos clientes nos processo internos da gestora. Como os clientes de varejo tiveram uma adesão alta, o produto parece ter <i>market fit</i> , logo melhorar o marketing do produto pode ser uma boa forma de aumentar as vendas.	
Quais ações vão ser tomadas baseadas nos insights? Lançar o fundo o mais rápido possível para capturar os investimentos comprometidos pelos clientes institucionais e poder disponibilizar o fundo nas plataformas de distribuição para que clientes de varejo possam acessar. Melhorar a comunicação com os clientes de varejo. Fazer eventos exclusivos para clientes a fim de mostrar processo internos e tirar dúvidas.	

Fonte: elaborado pela autora

Revisão do canvas

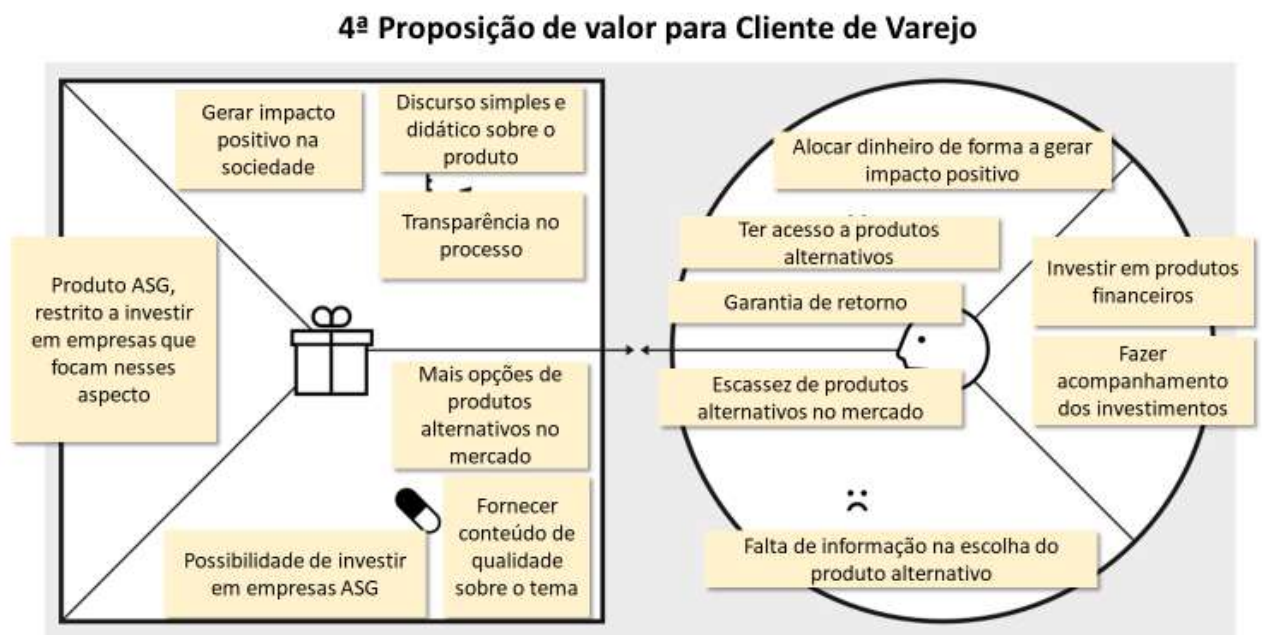
Com base nos aprendizados obtidos, os VPCs tiveram as principais hipóteses confirmadas. Sendo a versão final da proposição de valor a seguinte, apresentada nas Figuras 52 e 53. As modificações principais foram relacionadas à necessidade do cliente relacionada ao consumo de informações e melhor entendimento do tema percebida ao longo das entrevistas e dos testes de hipótese. Essa necessidade se dá por conta da falta de conteúdo acessível e didático sobre o tema, principalmente no Brasil que ainda se trata de algo novo e poucas empresas divulgam informações.

Figura 52: 4º Canvas de proposição de valor para o cliente institucional



Fonte: elaborado pela autora

Figura 53: 4º Canvas de proposição de valor para o cliente de Varejo



Fonte: elaborado pela autora

4.5.4. Aprovar ou pivotar?

Na etapa de implementação a gestora buscou provar as principais hipóteses do negócio, buscando verificar se as premissas relacionadas à proposição de valor do produto e das necessidades dos clientes alvo eram válidas ou não de forma a também medir a aderência do produto aos clientes. A partir do MVP de alta fidelidade, em que todas as funcionalidades e características do produto foram desenvolvidas e apresentadas aos clientes potenciais, foi possível perceber o encaixe do produto e do mercado a ser endereçado.

Os resultados obtidos nos testes, os *insights* e *feedbacks* foram reunidos e revisados pelo grupo envolvido no projeto. O resultado mais marcante foi o sucesso do teste do MVP de alta fidelidade, que teve elevada aderência do público testado e superou de forma significativa os critérios de sucesso. Fato que corroborou para mostrar que o produto tem encaixe no mercado endereçado, ao fim de 6 meses de trabalho o produto, ainda não finalizado, já tem demanda de R\$ 35 milhões de clientes institucionais e alta aceitação perante clientes de varejo, que ainda não podem investir. A interação com os clientes ao longo das entrevistas realizadas permitiu que o grupo conhecesse melhor as dores do cliente e desenvolvesse um produto com proposta de valor superior.

Com base nos resultados, o grupo concordou que o objetivo da etapa havia sido concluído e que fora encontrado o encaixe entre produto e mercado (conhecido como *product market fit*). Desta forma, o modelo foi aprovado.

Sendo os próximos passos (i) montar a carteira de ações do novo produto, um fundo de ações que investe somente em empresas ASG; (ii) continuar aprimorando a estratégia de marketing para educar os clientes, principalmente de varejo; (iii) disponibilizar o fundo ASG nas plataformas de distribuição de produtos financeiros; (iv) continuar engajando as empresas e outros *stakeholders*.

5. CONCLUSÃO

Com base nos resultados obtidos e apresentados no Capítulo 4, conclui-se que o objetivo proposto para este trabalho foi atingido. O método proposto é inovador para o contexto tradicional do mercado financeiro e o produto desenvolvido se mostrou aderente aos segmentos de cliente escolhidos. Nas últimas iterações da Implementação, o produto já tinha aportes financeiros garantidos pelos clientes institucionais e elevada aceitação por parte dos clientes de varejo, evidências reais de que o produto desenvolvido tem encaixe no mercado (*product market fit*).

Um exemplo do sucesso da abordagem inovadora em setores tradicionais são as *fintechs*, que buscam ter estruturas mais enxutas e aplicam metodologias inovadoras de desenvolvimento de produto. Atualmente, as *fintechs* são um fenômeno emergente porque sabem capturar necessidades dos clientes. Essa eficiência operacional garante certa vantagem sobre as empresas tradicionais de mercado financeiro, como bancos e fundos de investimento.

O Trabalho teve alto valor agregado para a autora e para a gestora. O método descrito no Capítulo 3 possibilitou que a gestora elaborasse e adaptasse o produto em tempo real, seguindo *feedbacks* dos clientes. A interação contínua com clientes permitiu que o produto se moldasse às necessidades reais dos clientes. Tal questão acelerou a finalização do produto, diminuiu os gastos do processo de desenvolvimento e tornou o lançamento do produto bem sucedido. A abordagem adotada tornou possível ter a flexibilidade necessária na criação do produto, principalmente quando não há informações claras e em abundância sobre os requisitos do mercado. O método proposto, por se mostrar efetivo, poderá ser reutilizado nos próximos produtos desenvolvidos pela gestora.

A autora acredita que compartilhar a experiência de desenvolvimento do método e sua aplicação beneficia o ecossistema de inovação, em especial as vertentes voltadas a mercado financeiro, e a Escola. O Trabalho, que aplica metodologias inovadoras, pode servir de inspiração no desenvolvimento de novos produtos por parte dos alunos.

Em pontos a melhorar relacionados a aplicação do método, a autora entende que por ser a primeira vez que aplica o método houve diversas etapas do processo que poderiam ser realizadas de forma mais rápida, como a Exploração e a Ideação, que o grupo envolvido atingiu demasiada profundidade em ambas, porém sem tanto benefício agregado ao resultado.

6. BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. **Guia ASG**. 2019. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em: 11 de agosto de 2020.

BLACKROCK. **Larry Fink's 2018 letter to CEOs: A sense of purpose**. BlackRock, 2018. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 11 de Agosto de 2020

BROWN, Tim. **Design thinking**. Harvard Business Review, v. 86, n. 6, p. 84-92, 141. 2008.

_____. **Design thinking: uma metodologia poderosa para decretar o fim das velhas ideias**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

BROWN, Tim; WYATT, Jocelyn. **Design thinking for social innovation**. Stanford Social Innovation Review, 2010.

CAMP, Robert C. **Benchmarking: o caminho da qualidade**. São Paulo: Pioneira, 1993.

CFA INSTITUTE. **ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review**, 2019. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx>. Acesso em 8 de novembro 2020.

CFA INSTITUTE. **Guidance and Case Studies for ESG Integration: Equities and Fixed Income**, 2019. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/guidance-case-studies-esg-integration.ashx>. Acesso em 8 de novembro de 2020.

CREDIT SUISSE, **“Divergence in Rating: Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020”**, 2020

DESIGN COUNCIL (2019) - Disponível em <https://www.designcouncil.org.uk/sites/default/files/asset/document/Double%20Diamond%20Model%202019.pdf> - Acesso em 12 de novembro de 2020

EL PAÍS. 2017. Disponível em:

https://brasil.elpais.com/brasil/2017/05/27/economia/1495837922_279258.html. Acesso no dia 21 de junho de 2020

DUUREN, E.; PLANTINGA, A.; SCHOLTENS, B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. **Journal of Business Ethics**, v. 138, n. 3, p. 525-533, 2016.

DYM, CL; AGOGINO, AM; ERIS, O; FREY, DD. LEIFER, LG. **Engineering design thinking, teaching, and learning**, 2005.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, v. 60, n. 11, p. 2835-2857, 2014.

FAMA INVESTIMENTOS. **ESG & Investimento Responsável na FAMA Investimentos**, s/d. Disponível em: <https://www.famainvestimentos.com.br/esg>. Acesso em: 2 de novembro de 2020.

FRIEDE, Gunnar; BUSCH, Timo; BASSEN, Alexander. **ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies**. Journal of Sustainable Finance & Investment. 5. 210-233, 2015.

G1. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/27/moodys-rebaixa-rating-da-vale.ghml>. Acesso no dia 21 de junho de 2020

GARFELD, B. **Beware: Green overkill**. Advertising Age, 1991.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. **2016 Global Sustainable Investment Review**, 1 abr.2016. Disponível em http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf. Acesso em: 1 de setembro de 2020.

GOFFIN, K.; MITCHELL, R. **Innovation management: strategy and implementation using the pentathlon framework**. 2. ed. Londres: Palgrave Macmillan. 2010. 139-147.

IDEO **Human centered design: kit de ferramentas**, 2009. Disponível em: <https://www.ideo.com/post/design-kit>. Acesso em 12 de setembro de 2020.

IIBA. **Um guia para o Corpo de Conhecimento de Análise de Negócios(TM) (Guia BABOK®)**. [S.l.]: IIBA, 2011. 266 p.

JUKEMURA, P. K. **Why ESG Investing seems to be an attractive approach to investments in Brazil** -- São Paulo, 2019. 101 p.

KHAN, M.; SERAFEIM, G.; YOON, A. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. **Accounting Review**, v. 91, n. 6, p. 1697-1724, 2015.

KUZMINA, J.; LINDEMANE, M. ESG Investing: New Challenges and New Opportunities. **Journal of Business Management**, n. 14, p. 85-98, 2017.

MAURYA, A. **Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works**. 2. ed. [S.l.]: O'Reilly, 2012. 207 p.

MERCER. **Mercer 2020 Global Talent Trends Study report**. 2020. Disponível em: <https://www.mercer.com/our-thinking/career/global-talent-hr-trends.html>. Acesso em 30 de setembro de 2020.

MILLER, B. **Quick Brainstorming Activities for Busy Managers: 50 Exercises to Spark Your Team's Creativity and Get Results Fast**, Amacom, 2012.

MINISTÉRIO DO MEIO AMBIENTE. **Plano Nacional de Mudança no Clima**. 2009. Disponível em:

https://www.mma.gov.br/estruturas/smcq_climaticas/_arquivos/plano_nacional_mudanca_clima.pdf. Acesso no dia 22 de junho de 2020.

MSCI. **Marsh & McLennan Advantage Insights analysis**. 2020. Disponível em:

https://www.mmc.com/content/dam/mmc-web/insights/publications/2020/may/ESG_workforce_strategy_Part_I.pdf. . Acesso em 30 de setembro de 2020.

MSCI. **MSCI: ESG x Custo de Capital**. 2020. Disponível em:

<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-ofcapital/01726513589#:~:text=Companies%20with%20high%20ESG%20scores,debt%20folowed%20the%20same%20relationship>. Acesso no dia 12 de setembro de 2020.

MSCI. **Volkswagen Scandal** .2016. Disponível em: <https://www.msci.com/volkswagen-scandal>. Acesso em 21 de junho de 2020.

OAKTREE. **An ESG Focus for EM Equities Investing**. 2019. Disponível em: <https://www.oaktreecapital.com/insights/oaktree-insights/market-commentary/an-esg-focus-for-em-equities-investing>. Acesso em 11 de agosto de 2020.

OSTERWALDER, A. et al. **Value Proposition Design: How to Create Products and Services Customers Want**. 1. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2014. 320 p.

OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y. **Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers**. 1. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. 288 p.

PRI. **Princípios para o Investimento Responsável (PRI): Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU**, 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=6302>. Acesso em: 11 de agosto de 2020.

PRI. **What is responsible investment?**, 2019b. Disponível em: <https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment>. Acesso em: 1 de setembro de 2020.

PRI. **RI Transparency Report: Fama Investimentos**, 2019c. Disponível em: <https://reporting.unpri.org/surveys/PRI-reporting-framework-2019/DE60AF33-058A-49D9-A59F-9F64B4CE129D/6c78c45b1e874fbba7011f6a3bae511e/html/2/?lang=en&a=1>. Acesso em: 24 de outubro de 2020.

PRI. **Investment Policy: Process & Practice - A Guide for Asset Owners**, 2016. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=1605>. Acesso em: 1 de setembro de 2020.

RIES, E. **The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**. 1. ed. New York: Crown Business, 2011. 336 p.

SANDBERG, J., JURAYLE, C., HEDESSTROM, T.M. *et al.* **The Heterogeneity of Socially Responsible Investment**. *J Bus Ethics* **87**, 519 (2009). Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0>. Acesso em 1 de setembro de 2020.

KOTSANTONIS, S.; PINNEY, C.; SERAFEIM, G. ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 28, n. 2, p. 10-16, 2016.

SITWAI. **Relatório Annual 2019**. 2019. Disponível em: <http://info.sitawi.net/relatorioanual2019>. Acesso em 11 de agosto de 2020.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Governance**, 2018. Disponível em: <https://www.sasb.org/governance/>. Acesso em: 20 fev. 2020.

UNITED NATIONS. **30 Business Titans Join UN Push to Scale Up Private Sector Investment for Sustainable Development**. Press Materials, Nova York, 16 out. 2019. Disponível em: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/blog/2019/10/gisd-alliance/>. Acesso em: 18 de outubro de 2020.

VALOR ECONÔMICO. **BNDES prevê R\$85 bilhões para projetos ESG**. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/19/bndes-preve-r-85-bi-para-projeto-esg.ghml>. Acesso em 30 de outubro de 2020.

VIANNA, M; VIANNA, Y; ADLER, I.K; LUCENA, B; RUSSO, B. **Design Thinking: inovação em negócios**. Rio de Janeiro: MJV Press, 2012. 162 pg.

WORLD BANK. **Pricing Carbon**. 2020. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/programs/pricing-carbon>. Acesso no dia 22 de junho de 2020.

ZENIOS, S. **Critical Questions when launching innovation**. IESE Insight. Issue 30, 2016.