

LUCAS CARDOSO DOS ANJOS

**Modelo de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de
fundos de investimento de impacto no Brasil**

São Paulo

2017

LUCAS CARDOSO DOS ANJOS

**Modelo de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de
fundos de investimento de impacto no Brasil**

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

São Paulo

2017

LUCAS CARDOSO DOS ANJOS

**Modelo de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de
fundos de investimento de impacto no Brasil**

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

Orientador: Prof. Dr. João Amato Neto

São Paulo

2017

FICHA CATALOGRÁFICA

Anjos, Lucas

Modelo de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil / L. Anjos -- São Paulo, 2017.

101 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Avaliação de impacto 2.Gestão de desempenho 3.Investimentos de impacto I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, José e Ivone, por todos os incentivos, por sempre acreditarem em mim e pela formação e valores que me propiciaram.

À minha irmã Larissa, por todo apoio desde que eu nasci e por me mostrar, mesmo estando longe, que é sempre possível perseguir nossos sonhos onde quer que eles nos levem.

Aos meus amigos e demais familiares, pelo suporte e por todos os momentos vividos juntos.

Aos professores da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, por todos os ensinamentos em minha formação acadêmica. Em especial ao Prof. Dr. João Amato, pela orientação e por sempre acreditar em mim ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Ao Denis Nakahara, à Jéssica Rios e ao Nataniel Simon, por abrirem as portas das gestoras de fundos de investimento de impacto estudadas e pela disposição em me ajudar neste trabalho.

Ao Henrique Chagas e ao Yago Cavalcante, pelo suporte no levantamento de dados e discussões acerca do desenvolvimento deste trabalho.

O homem não teria alcançado o possível se, por diversas vezes, não tivesse tentado o impossível

Max Weber

RESUMO

Cada vez mais ao redor do mundo vemos empreendedores criando soluções lucrativas e inovadoras para problemas causados pela pobreza global. Eles constituem as chamadas empresas sociais e vem atraindo o interesse de uma nova e crescente modalidade de investimentos – os investimentos de impacto. Este tipo de investidor busca gerar impacto socioambiental além dos retornos financeiros e sua capacidade de demonstrar o impacto que gera é fundamental para reafirmar o seu diferencial em relação aos demais negócios tradicionais. Entretanto, ainda existem diversos desafios a serem enfrentados nesta área no que tange a definição, avaliação e comunicação do impacto gerado. Neste trabalho, visa-se analisar e discutir, com base em uma revisão da literatura sobre o tema, a forma de avaliação de impacto de empresas sociais por meio da análise comparativa de três gestoras de fundos de investimento de impacto no Brasil, ao longo de três etapas distintas do seu ciclo de investimentos: mapeamento de oportunidades, seleção e validação e, por fim, monitoramento. Com isso, foi possível propor um modelo integrado com as melhores práticas de avaliação de retorno socioambiental no mercado brasileiro de investimentos de impacto, de forma a endereçar os principais desafios para o desenvolvimento deste setor no país. Conclui-se que, com o desenvolvimento e expansão do setor de investimentos de impacto no Brasil e no mundo, cada vez mais serão exigidas evidências mais fortes sobre o impacto gerado e a capacidade de conciliar retorno socioambiental com retornos financeiros. Assim, é necessário consolidar as ferramentas existentes apresentadas neste trabalho e desenvolver novos métodos mais robustos de avaliação de impacto, adaptados à realidade brasileira.

Palavras-Chave: Avaliação de impacto. Gestão de desempenho. Investimentos de impacto.

ABSTRACT

It is more and more common around the world to find entrepreneurs creating profitable and innovative solutions to problems caused by global poverty. They constitute the so-called social enterprises and have been attracting the interest of a new and growing modality of investments - the impact investments. This type of investor seeks to generate socio-environmental impact beyond financial returns and its ability to demonstrate the impact created is fundamental to reaffirm its differential in relation to other traditional businesses. However, there are still several challenges to be addressed in this area regarding the definition, evaluation and communication of the impact generated. The purpose of this paper is to analyze and discuss, based on a review of the literature on this subject, the impact assessment of social enterprises through the comparative analysis of three impact investment funds managers in Brazil, throughout three distinct stages of its investment cycle: opportunity mapping, selection and validation, and, finally, monitoring. As a result, it was possible to propose an integrated model with the best practices of social and environmental return evaluation in the Brazilian market of impact investments, in order to address the main challenges for the development of this sector in the country. As a conclusion, with the development and expansion of the impact investment sector in Brazil and in the world, stronger evidence will be required on the impact generated and the ability to reconcile socio-environmental returns with financial returns. Thus, it is necessary to consolidate the existing tools presented in this work and to develop new, more robust methods of impact assessment, adapted to the Brazilian reality.

Keywords: Impact assessment. Performance management. Impact Investing.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Performance Pyramid	24
Figura 2 - As quatro perspectivas do Balanced Scorecard	25
Figura 3 - Performance Prism.....	27
Figura 4 - Quadro para Análise dos Negócios Sociais	33
Figura 5 - Classificações GIIRS Rating	39
Figura 6 - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU	41
Figura 7 - Modelo linear da Teoria de Mudança	43
Figura 8 - Investment Logic Map	60
Figura 9 - Abordagem de investimento de impacto da MOV	63
Figura 10 - Abordagem de impacto social da Vox Capital	68
Figura 12 - Modelo proposto de avaliação de impacto	77

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais desafios da avaliação de impacto	17
Tabela 2 - Medidas financeiras.....	23
Tabela 3 - Vantagens e desvantagens dos modelos estudados	28
Tabela 4 - Diferentes formatos de negócios sociais no contexto norte-americano	31
Tabela 5 - Exemplos de métricas do IRIS	37
Tabela 6 - Princípios fundamentais do GRI	40
Tabela 7 - Síntese das abordagens e ferramentas de avaliação de impacto estudadas	49
Tabela 8 - Métricas no ciclo do negócio na perspectiva do investidor.....	54
Tabela 9 - Exemplo de indicadores da Kaeté	59
Tabela 10 - Exemplos de indicadores da MOV.....	64
Tabela 11 - Exemplos de indicadores da Vox	70
Tabela 12 - Quadro-resumo dos casos estudados	72
Tabela 13 - Relação entre elementos do modelo proposto e desafios mapeados	83

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B2B	<i>Business to Business</i>
B2C	<i>Business to Consumer</i>
B2G	<i>Business to Government</i>
BIA	<i>B Impact Assessment</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoP	<i>Base of the pyramid</i>
BSC	<i>Balanced Score Card</i>
CRL	Certificado de Reserva Legal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIME	<i>Development Impact Evaluation</i>
EBES	Empresa Brasileira de Energia Solar
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GIIRS	<i>Global Impact Investing Rating System</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IRIS	<i>Impact Report and Investment Standards</i>
KPI	<i>Key Performance Indicator</i>
MVA	<i>Market Value Added</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONG	Organização não governamental
ONU	Organização das Nações Unidas
P2P	<i>Peer to Peer</i>
PME	Pequenas e Médias Empresas
PRI	<i>Principles for Responsible Investment</i>
RCT	<i>Randomized Control Test</i>
REDD	Redução das Emissões por Desmatamento e Desflorestamento
ROI	<i>Return on Investment</i>
RSC	Responsabilidade Social Corporativa

SMART	<i>Strategic Measurement Analysis and Reporting Technique</i>
SMD	Sistema de Medição de Desempenho
SROI	<i>Social Return on Investment</i>
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
UFAC	Universidade Federal do Acre
USP	Universidade de São Paulo
UTI	Unidade de Terapia Intensiva

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Contexto	15
1.2	Motivação	16
1.3	Objetivo do trabalho	17
1.4	Estrutura do trabalho	18
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	19
2.1	Sistemas de Medição de Desempenho	19
2.1.1	Definição de desempenho.....	19
2.1.2	Evolução dos Sistemas de Medição de Desempenho.....	20
2.1.3	Mensuração de desempenho com foco em medidas financeiras	22
2.1.4	Mensuração de desempenho com foco em medidas não financeiras	23
2.1.5	Vantagens e desvantagens dos modelos estudados	28
2.2	Negócios sociais e investidores de impacto	29
2.2.1	Definição de Negócios Sociais	29
2.2.2	Caracterização dos investimentos de impacto	33
2.3	Avaliação do impacto socioambiental	35
2.3.1	Padronização e certificação	36
2.3.2	Análise de impacto em nível de mercado	42
2.3.3	Mensuração de impacto em profundidade.....	44
2.3.4	Monitoramento de desempenho	47
2.3.5	Síntese das abordagens e ferramentas de avaliação de impacto	47
3	METODOLOGIA.....	51
3.1	Revisão Bibliográfica	51
3.2	Estudo de casos com fundos de investimento de impacto.....	52
3.3	Análise comparativa dos casos estudados	53
3.4	Proposta de um modelo integrado de avaliação de impacto.....	55
4	LEVANTAMENTOS, ANÁLISES E RESULTADOS	55

4.1 Estudo de casos com fundos de investimento de impacto	55
4.1.1 Kaeté Investimentos	55
4.1.2 MOV Investimentos	60
4.1.3 Vox Capital	65
4.2 Análise comparativa dos casos estudados.....	71
4.2.1 Mapeamento de oportunidades	73
4.2.2 Seleção e validação	73
4.2.3 Monitoramento e avaliação	75
4.3 Proposta de modelo de avaliação de impacto	76
4.3.1 Tese de investimento.....	77
4.3.2 Direcionador de impacto	78
4.3.3 Contexto Organizacional.....	79
4.3.4 Teoria da Mudança.....	79
4.3.5 Validação de campo	80
4.3.6 Definição de indicadores.....	80
4.3.7 Monitoramento periódico.....	81
4.3.8 Integração com ODS	81
4.3.9 Estudo de caso.....	82
4.3.10 Certificações.....	82
4.4 Relação com desafios mapeados.....	83
5 CONCLUSÕES	87
5.1 Considerações sobre o modelo proposto.....	87
5.2 Proposta para trabalhos futuros.....	88
REFERÊNCIAS	91
APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTAS	97
ANEXO A – EXEMPLOS DE MAPAS DE IMPACTO	99

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto

Historicamente, a resolução de problemas socioambientais tem sido de responsabilidade de governos, organizações sem fins lucrativos e ações filantrópicas. Entretanto, o que vemos hoje mundialmente é a emergência de empreendedores desenvolvendo soluções lucrativas e inovadoras para problemas causados pela pobreza global. Eles constituem os chamados negócios sociais e vêm atraindo o interesse de investidores preocupados em criar impacto social positivo para além de retornos financeiros (KIYAMA, COMINI e D'AMARIO, 2014).

Este tipo de investidor constitui uma nova e crescente modalidade de investimentos, denominada “investimentos de impacto” em 2007 pela *Rockefeller Foundation*. Ao incentivar modelos de negócio que geram impacto socioambiental positivo com sustentabilidade financeira, este tipo de investimento oferece uma alternativa de canalização de capital privado em larga escala para gerar benefícios sociais (JPMORGAN, 2010).

Na América Latina, por exemplo, o montante de capital destinado a este tipo de investimento saltou de US\$ 160 milhões em 2008 para mais de US\$ 2 bilhões em 2013 – um aumento de 12 vezes em cerca de 5 anos. Já o Brasil tinha a maior participação regional: cerca de US\$ 300 milhões investidos em 2013 por fundos e organizações nacionais e internacionais no país (LEME, MARTINS e HORNBERGER, 2014).

Já no âmbito mundial, uma pesquisa da *Global Impact Investing Network* (GIIN) com 208 investidores de impacto mostra que havia cerca de US\$ 114 bilhões de ativos sob gestão deste tipo de investidor em 2016. Além disso, juntos eles planejam investir mais US\$ 25,9 bilhões em 2017 – um aumento de 17% com relação ao capital investido no ano anterior (MUDALIAR *et al.*, 2017).

Entretanto, estes números ainda são tímidos comparados aos US\$ 71,4 trilhões do total de ativos sob gestão de investidores tradicionais ao redor do mundo em 2015 (SHUB *et al.*, 2016). Ao mesmo tempo, ainda há uma enorme necessidade de alocação de capital para resolver os principais problemas sociais e ambientais no planeta: estima-se que há um *gap* de financiamento anual de US\$ 2,5 trilhões para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU) nos países em desenvolvimento até 2030 (ROCKEFELLER, 2016).

No Brasil, a demanda por desenvolvimento social e econômico em diversos setores deve continuar a impulsionar o crescimento dos investimentos de impacto, aumentando sua representatividade na indústria em geral (ANDE, 2016). Apesar dos avanços socioeconômicos dos últimos anos, quando por exemplo cerca de 29 milhões de pessoas saíram da pobreza (ANDE, 2016), o país ainda enfrenta grandes desafios em setores como educação – onde 50% dos alunos estão abaixo do nível de proficiência em leitura e 70% em matemática (OECD, 2016); moradia – com cerca de 12 milhões de pessoas vivendo em unidades habitacionais precárias (IBGE, 2016); meio-ambiente – onde cerca de 800 mil hectares de floresta amazônica foram desmatados em 2016 (TOLLEFSON, 2016); entre outros.

Neste contexto, este trabalho visa contribuir para o amadurecimento do setor de investimentos de impacto no Brasil ao analisar e comparar modelos de mensuração e avaliação do impacto gerado por empresas sociais que receberam este tipo de investimento. Além disso, visa-se iniciar e difundir esta área de estudo dentro da Engenharia de Produção, mostrando a viabilidade e necessidade de estudos acadêmicos para o desenvolvimento deste setor no Brasil.

1.2 Motivação

O fortalecimento do campo de negócios sociais e investimentos de impacto depende de sua capacidade de demonstrar o impacto que gera, permitindo assim reafirmar o seu diferencial em relação aos demais negócios tradicionais (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

Apesar de todo investimento gerar um certo grau de impacto na sociedade, nem todos eles se propõem a mensurar ativamente métricas não financeiras a fim de acompanhar o impacto social e ambiental em diversas fases do investimento. Isto gera um desafio adicional a este tipo de investidor, que precisa demonstrar de maneira clara e consistente os retornos sociais e ambientais sendo atingidos. Assim, um dos principais objetivos da avaliação de impacto é prover um certo grau de certeza e transparência de que o objetivo proposto foi de fato alcançado (WEF, 2013).

A tabela 1 resume os principais desafios a serem enfrentados nesta área no que tange a definição, avaliação e comunicação do impacto gerado, que serviram como motivação central para a realização deste trabalho.

Tabela 1 - Principais desafios da avaliação de impacto

Principais desafios do setor	Descrição
Definição imprecisa de impacto	Diferentes <i>stakeholders</i> têm sua própria versão acerca da definição de impacto positivo, podendo algumas delas serem conflitantes entre si
Complexidade de mensuração do impacto, atrelada a altos custos	A mensuração de impacto pode ser cara e complexa. Ao se tratar de impacto social, por exemplo, fatores como bem-estar e felicidade podem ser resultados do negócio, mas são fundamentalmente difíceis de serem quantificados e mensurados
Percepção de valor limitada na mensuração do impacto	O benefício da mensuração de impacto pode não ser consistentemente entendido, incluindo seu papel estratégico e de suporte às operações do negócio
Incompatibilidade de métodos de mensuração com negócios em estágio inicial	Empresas em estágio inicial podem não ter as capacidades necessárias para implementar métodos elaborados de mensuração de impacto, ao mesmo tempo em que a evolução dinâmica de suas operações pode exigir a adoção de diferentes modelos de negócio ao longo de todo seu ciclo de vida
Pouca comunicação do valor da mensuração de impacto	Ainda há pouca clareza e articulação na comunicação de como o impacto proposto é avaliado e quais os principais resultados atingidos, a exemplo de <i>cases</i> de sucesso
Necessidade de abordagens sistêmicas de avaliação de impacto	Em geral o impacto buscado é multidimensional e requer análise de dados em longos períodos de tempo, nem sempre compatíveis com o horizonte de tempo do investimento. Abordagens sistêmicas devem endereçar externalidades e demais <i>stakeholders</i> do sistema de atuação da empresa, assim como buscar parcerias para mensurar e avaliar mudanças reais de longo prazo
Falta de padrões de mensuração e comunicação de resultados amplamente aceitos	Ainda não existe ampla aceitação de um conjunto de padrões para reporte de resultados sociais e ambientais para auxiliar investidores a comparar diferentes negócios sociais ou portfólios de investimentos, assim como existe nos investimentos tradicionais – onde investidores aceitam e alinham suas práticas de contabilidade financeira ao GAAP e IFRS
Objetivos do investimento pouco específicos	A falta de especificidade acerca de qual é a intenção do fundo quanto ao impacto a ser gerado resulta em um vínculo fraco entre seus objetivos e o que é medido
Dificuldade de estabelecer relação de causa e efeito	Estabelecer rigorosamente a relação de causa e efeito do investimento com os resultados alcançados requer a utilização de um grupo de controle para verificar se de fato o impacto foi gerado pelo investimento realizado – o que muitas vezes envolve alto custo e é de difícil implementação prática
Pouco alinhamento entre investimentos de impacto e contexto empresarial mais amplo	Nem todos investidores alinham sua visão de impacto com iniciativas maiores existentes, como os ODS. Além disso, sistemas de medição de impacto atuais devem conversar com outras classes de empresas, aproveitando <i>expertise</i> de atividades de RSC no setor privado e do setor público

Fonte: Elaborado pelo autor com base em ANDE (2016), Reisman e Olazabal (2016) e WEF (2013)

1.3 Objetivo do trabalho

Este trabalho possui três principais objetivos:

- Analisar e discutir a forma de avaliação de impacto de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil;
- Propor um modelo integrado com as melhores práticas de avaliação de retorno socioambiental no mercado brasileiro de investimentos de impacto, de forma a endereçar os principais desafios para o desenvolvimento deste setor no país;

- Informar demais investidores de impacto e empreendedores sociais sobre as principais práticas de mercado, abordagens e ferramentas utilizadas no que tange à avaliação de impacto.

1.4 Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado da seguinte forma a partir deste ponto:

- Capítulo 2 – Revisão bibliográfica: neste capítulo, são apresentadas as referências consultadas para fornecer uma base teórica sobre três principais tópicos relacionados ao desenvolvimento deste trabalho – gestão e mensuração do desempenho das organizações, definição de negócios sociais e caracterização dos investimentos de impacto e, por fim, principais abordagens e ferramentas atuais de mensuração e avaliação de impacto disponíveis na literatura;
- Capítulo 3 – Metodologia: neste capítulo, é apresentada a metodologia utilizada na realização do trabalho. Ela é baseada em quatro partes: revisão bibliográfica, estudo de casos com fundos de investimento de impacto, análise comparativa dos casos estudados e proposta de um modelo integrado de avaliação de impacto;
- Capítulo 4 – Levantamentos, análises e resultados: neste capítulo, são apresentados todos os dados levantados junto aos casos estudados, as principais análises realizadas e o modelo proposto neste trabalho, com a explicação de suas principais dimensões;
- Capítulo 5 – Conclusões: neste capítulo, são apresentadas as principais considerações sobre o modelo proposto e proposta para trabalhos futuros com base no estudo realizado.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este capítulo apresenta as referências consultadas com o objetivo de fornecer uma base teórica para análise das abordagens de avaliação do impacto socioambiental gerado por empresas sociais. Em primeiro lugar, são apresentadas noções básicas sobre gestão e mensuração do desempenho, discutindo a evolução na teoria a respeito dos Sistemas de Medição de Desempenho (SMD). Em seguida, apresenta-se a discussão presente na literatura acerca da definição de negócios sociais, assim como busca-se caracterizar os investidores de impacto e sua relevância no ambiente deste tipo de negócio. Por fim, são apresentados as principais abordagens e conjuntos de ferramentas utilizadas para mensurar e avaliar o impacto gerado no campo dos negócios sociais e investimentos de impacto, a fim de auxiliar na avaliação crítica do modelo proposto neste trabalho.

2.1 Sistemas de Medição de Desempenho

A utilização de indicadores para avaliar o desempenho de uma empresa tem sido foco de diversos estudos ao longo do tempo. Esta seção apresenta a definição de desempenho e a evolução dos SMDs, discutindo a mudança na utilização de medidas com foco apenas financeiro para aquelas mais equilibradas e integradas com demais áreas de dentro e fora da organização.

2.1.1 Definição de desempenho

Francischini (2015) define desempenho como a comparação entre o que foi realizado por uma operação em relação às expectativas do cliente ou objetivos propostos por um gestor. Assim, o autor explica que indicadores de desempenho são medidas qualitativas ou quantitativas que mostram a comparação entre o que foi realizado e expectativas ou objetivos em uma empresa.

Neely, Gregory e Platts (2005) fazem a distinção entre indicadores, medição e sistemas de medição do desempenho. Indicador de desempenho é um parâmetro utilizado para quantificar a eficiência e/ou eficácia de uma ação. A medição de desempenho pode ser definida como o processo de cálculo da eficiência e/ou eficácia de uma ação. Por fim, o sistema de medição de desempenho (SMD) é definido como o conjunto de métricas utilizadas para quantificar a eficiência e a eficácia das ações.

Neste contexto, é importante esclarecer a distinção entre eficiência e eficácia. Eficiência se refere à medida de quanto economicamente uma organização utiliza seus recursos para

fornecer um determinado nível de satisfação de clientes. Já a eficácia se refere à extensão na qual os requisitos do cliente são atendidos (NEELY, GREGORY e PLATTS, 2005). Francischini (2015) também colabora para esta distinção: para o autor, eficiência se refere à relação entre o resultado de um processo e os recursos utilizados para o alcance deste resultado. Já a eficácia se refere a relação entre os resultados realmente obtidos e aqueles planejados pela organização.

De forma simplificada, uma organização avalia seu desempenho ao verificar e mensurar o andamento de suas atividades, confrontando seus resultados com os objetivos traçados em seu planejamento estratégico e sendo capaz de identificar as causas que resultaram no seu desempenho (CUNHA, 2011).

Apesar destas definições, o conceito de desempenho e sua medição é um tema extenso, o que permite uma série de variações em sua aplicação prática (FRANCISCHINI, 2015; SOUZA, 2011; NEELY, GREGORY e PLATTS, 2005). Assim, nas próximas seções, apresenta-se a evolução histórica dos sistemas de medição de desempenho e as principais ferramentas de mensuração financeiras e não financeiras disponíveis na literatura.

2.1.2 Evolução dos Sistemas de Medição de Desempenho

Historicamente, os sistemas de medição de desempenho das empresas são baseados em indicadores financeiros (KAPLAN e NORTON, 1996), tais como ROI (retorno sobre o investimento), custos de materiais, custos de mão-de-obra e custos de processos, que estão entre os primeiros indicadores utilizados (SOUZA, 2011).

Souza (2011) descreve que a literatura de medição de desempenho passou por duas fases. Com início no final da década de 1880, conhecida como contabilidade de custos, a primeira fase conta com uma concentração de indicadores relacionados a recursos financeiros. Esta abordagem foi criticada por diversos autores, por induzir uma visão de curto prazo para atingir resultados financeiros, dificultar a avaliação de novos investimentos e introdução de novos produtos, focar na avaliação da eficiência e não da eficácia em conjunto, entre outros (MARTINS, 1999). Kaplan e Norton (1996) enfatizam que os sistemas de medição tradicionais – com foco financeiro – não englobam áreas críticas de uma organização, como inovação de produtos e processos, qualidade e tecnologia utilizada.

Já a segunda fase, com início no final da década de 1980, passou a apresentar sistemas de medição mais equilibrados e integrados com demais áreas de dentro e fora da organização.

Franco-Santos *et al* (2012) argumentam que só existe um sistema de medição contemporâneo se medidas de desempenho financeiras e não financeiras são utilizadas para operacionalizar os objetivos estratégicos da empresa. Esta nova abordagem é consistente com o novo ambiente em que as organizações operam, marcado pela integração de processos de negócio em diferentes funções organizacionais, integração das cadeias de suprimentos, segmentação de clientes, escala global, inovação e empoderamento de todos funcionários na resolução de problemas (KAPLAN e NORTON, 1996).

Bititci, Garengo e Biazzo (2005) listam as principais características de sistemas de medição de desempenho, em sua maioria introduzidos após a metade de década de 1980:

- Alinhamento estratégico: o sistema de medição de desempenho deve ser estruturado e implementado de acordo com a estratégia de negócio da empresa, a fim de relacionar a estratégia com os objetivos das áreas, equipes e funcionários;
- Desenvolvimento da estratégia: o sistema de medição de desempenho também deve dar suporte para a definição e desenvolvimento da estratégia da empresa. Ele permite aos gestores levantar dados sobre a eficiência e eficácia das atividades organizacionais, ajudando a identificar se a estratégia é adequada e se os objetivos estratégicos estão sendo alcançados;
- Foco nos *stakeholders*: com o aumento da atenção dada aos *stakeholders*, os sistemas de medição também devem contemplar as necessidades e expectativas das principais partes interessadas de uma empresa;
- Balanceamento: Os sistemas de medição contemporâneos passaram a adotar também medidas não financeiras em vez que se basear apenas em medidas financeiras. Eles adotam diferentes perspectivas para análise e as gerenciam de forma coordenada. Kaplan e Norton (1992) propõe um sistema balanceado entre medidas financeiras e não financeiras, internas e externas;
- Adaptabilidade dinâmica: o sistema de medição de desempenho deve ser flexível para monitorar e se adaptar às mudanças nos ambientes interno e externo da empresa, assim como refletir melhor mudanças na estratégia da empresa;
- Orientado por processo: o sistema de medição de desempenho deve ser orientado pelos processos da empresa, estimulando que a empresa alcance as expectativas de seus *stakeholders* e promova a integração de diferentes funções organizacionais;
- Detalhamento e Abrangência: O sistema de medição de desempenho deve ser bem detalhado a fim de permitir que a empresa mensure operações importantes no

desenvolvimento de sua estratégia e deve ser abrangente o suficiente para que represente a organização como um todo;

- Relacionamento de causa e efeito: o sistema de medição de desempenho deve mensurar não apenas os resultados, mas também fatores determinantes nos processos que geraram estes resultados. Assim, o sistema deve quantificar a relação de causa e efeito entre certas variáveis e seus resultados a fim de monitorar efeitos de decisões passadas e o processo de melhoria na empresa;
- Clareza e simplicidade: Apesar de terem um componente subjetivo, a clareza e a simplicidade é de suma importância para o sucesso na implementação e utilização de um sistema de medição de desempenho. Os autores listam alguns aspectos que devem ser respeitados, como definição e comunicação claras dos objetivos fixados, cuidado com os indicadores escolhidos, definição clara das medidas, definição clara de como os dados serão coletados e analisados, uso de medidas relativas em vez de medidas absolutas e definição de como apresentar os dados analisados.

2.1.3 Mensuração de desempenho com foco em medidas financeiras

Como descrito anteriormente, os indicadores financeiros são as formas mais tradicionais de avaliar o desempenho organizacional (SOUZA, 2011). Segundo Ross *et al* (1998), as medidas financeiras podem ser agrupadas nas seguintes categorias:

- Medidas de liquidez, como liquidez corrente, índice de liquidez seca e índice de caixa. Seu principal objetivo é medir a capacidade da empresa de pagar suas contas no curto prazo.
- Medidas de solvência em longo prazo, como índice de endividamento geral, cobertura de juros e cobertura de caixa. Seu principal objetivo é analisar a capacidade da empresa de saldar suas obrigações a longo prazo (grau de alavancagem financeira).
- Medidas de gestão de ativo ou giro, como giro de estoques, giro de contas a receber e giro do ativo total. Seu objetivo é descrever o grau de eficiência ou quão intensivamente a empresa utiliza seus ativos para gerar vendas.
- Medidas de rentabilidade, como margem de lucro, taxa de retorno do ativo e taxa de retorno do capital próprio. Seu objetivo é medir o grau de eficiência que a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações.

- Medidas de valor de mercado, como os índices preço/lucro e preço/valor patrimonial. Servem para analisar informações do mercado de ações, para empresas com ações negociadas em bolsas.

Além disso, Souza (2011) também evidencia os modelos de avaliação do desempenho baseados na criação de valor, que utilizam medidas como *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA), *Total Shareholder Return* (TSR), entre outros.

A tabela 2 mostra as principais medidas financeiras utilizadas para avaliar o desempenho organizacional, considerando o interesse de gestores, proprietários e fornecedores/credores da empresa.

Tabela 2 - Medidas financeiras

Gestores	Proprietários	Fornecedores/credores
<u>Análise operacional:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Custo de mercadorias vendidas; ✓ Margem líquida; ✓ Despesas operacionais; ✓ Margem de participação dos produtos. <u>Administração dos recursos:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Giro do ativo; ✓ Capital de giro. <u>Rentabilidade:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Retorno sobre o ativo; ✓ Retornos sobre ativos antes de juros e impostos. 	<u>Rentabilidade:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Retorno sobre o patrimônio líquido; ✓ Lucro por ação; ✓ Fluxo de caixa por ação; ✓ Retorno total do acionista. <u>Destinação dos lucros:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Dividendos por ação; ✓ Rendimento do dividendo; ✓ Dividendos sobre os ativos. <u>Indicadores do mercado:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Índice preço/lucro; ✓ Valor da empresa; ✓ Índice do valor de mercado com valor contábil. 	<u>Liquidez:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Índice de liquidez corrente; ✓ Liquidez seca; ✓ Valor de venda rápida. <u>Alavancagem financeira:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Índice de endividamento geral; ✓ Índice de endividamento em longo prazo; ✓ Índice de endividamento do patrimônio líquido. <u>Serviço de dívida:</u> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Índice de cobertura de juros; ✓ Índice de cobertura de encargos fixos; ✓ Fluxo de caixa.

Fonte: Souza (2011) baseado em Helfert (2000)

2.1.4 Mensuração de desempenho com foco em medidas não financeiras

Segundo Souza (2011), as limitações dos indicadores financeiros tradicionais impulsionaram o surgimento de modelos de sistema de medição do desempenho que buscam ajudar as organizações a identificar e utilizar medidas não financeiras para avaliação do seu desempenho.

A seguir são descritos os principais modelos de sistema de medição de desempenho encontrados na literatura estudada. Como o foco deste trabalho não é fazer um vasto estudo bibliográfico sobre modelos de avaliação de desempenho, três modelos foram escolhidos

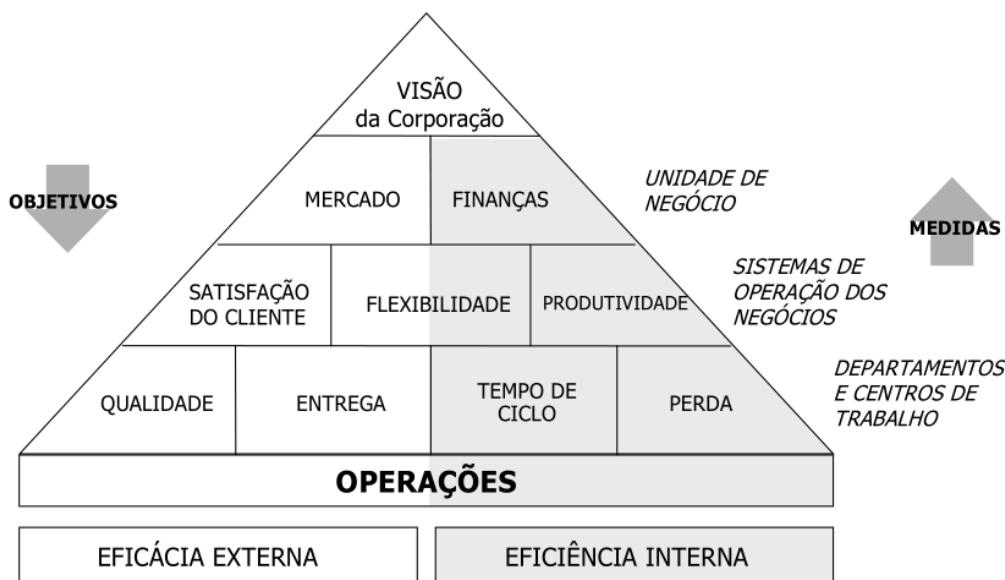
através de um cruzamento entre os textos de Bititci, Garengo e Biazzo (2005), Cunha (2011), Martins (1999) e Souza (2011).

2.1.4.1 Performance Pyramid System

O *Performance Pyramid* é um modelo de medição de desempenho desenvolvido por Lynch e Cross no início da década de 1990 com base em um sistema de controle gerencial denominado SMART – *Strategic Measurement Analysis and Reporting Technique* (SOUZA, 2011).

Com base nos conceitos de Gestão pela Qualidade Total e Custeio baseado em Atividades, este sistema permite traduzir a visão corporativa em objetivos financeiros e de mercado, e levá-los até os departamentos e centros de trabalho (MARTINS, 1999).

Figura 1 - *Performance Pyramid*



Fonte: Martins (1999)

Martins (1999) explica que as medidas de desempenho são separadas em dois grupos: o primeiro mede a eficácia externa em termos de mercado (satisfação do cliente, qualidade, entrega, etc.). Já o segundo mede a eficiência interna das atividades, expressas em termos financeiros para a alta administração e em termos mais tangíveis (tempo de ciclo, perda, etc.) para os departamentos e centros de trabalho. A determinação destas medidas é crucial uma vez que elas somente induzirão a atitude desejada em toda a organização se tiverem uma relação de causa e efeito com os objetivos estratégicos.

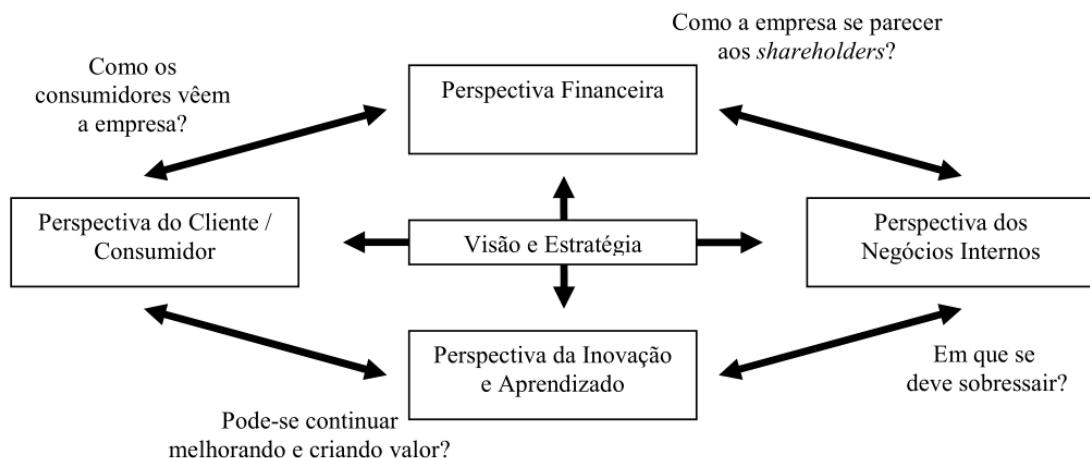
Assim, este modelo necessita de um sistema de comunicação bem desenvolvido e eficiente dentro da organização para repassar a visão estratégica para os demais níveis operacionais, o que nem sempre é fácil de ser implementado (CUNHA, 2011). Além disso, o modelo também não contempla dimensões importantes da organização, como a perspectiva dos diferentes *stakeholders*, das pessoas (funcionários) e de sustentabilidade social e ambiental (SOUZA, 2011).

2.1.4.2 Balanced Scorecard

O *Balanced Scorecard* (BSC) é um dos modelos de sistema de medição de desempenho mais conhecido atualmente e foi proposto pela primeira vez por Kaplan e Norton (1992). Inicialmente foi desenvolvido como instrumento de medição de desempenho e depois evoluiu para um sistema de gestão estratégica (MARTINS, 1999).

O BSC traduz a missão e a estratégia das empresas em um conjunto abrangente de medidas de desempenho. Esta ferramenta complementa as medidas financeiras com outras três perspectivas que direcionam o desempenho da empresa: a perspectiva do cliente, dos negócios internos e da inovação e aprendizado (MARTINS, 1999).

Figura 2 - As quatro perspectivas do *Balanced Scorecard*



Fonte: Cunha (2011)

Kaplan e Norton (1992) detalham cada uma das perspectivas:

- Perspectiva do cliente: O BSC requer que os gestores traduzam a estratégia da empresa em métricas específicas que refletem os fatores que seus clientes realmente valorizam (como prazo, qualidade, nível de serviço e custo).

- Perspectiva dos negócios internos: Nesta perspectiva os gestores devem focar nas operações internas críticas que garantem a satisfação das necessidades do cliente. Assim, indicadores devem ser criados a fim de refletir o que a empresa deve fazer internamente para atender as expectativas do cliente.
- Perspectiva da Inovação e Aprendizado: A competição intensa nos mercados atuais requer que as empresas continuem melhorando seus processos e produtos existentes e tenham a capacidade de introduzir novas técnicas e produtos que gerem valor para elas. Estes indicadores se relacionam com a capacidade da empresa em inovar e lançar novos produtos ou serviços com rapidez no mercado.
- Perspectiva financeira: a ênfase está nos objetivos e medidas monetárias, sendo os principais indicadores relacionados à receita, custos, utilização de ativos e estratégias de investimentos em capital físico e humano.

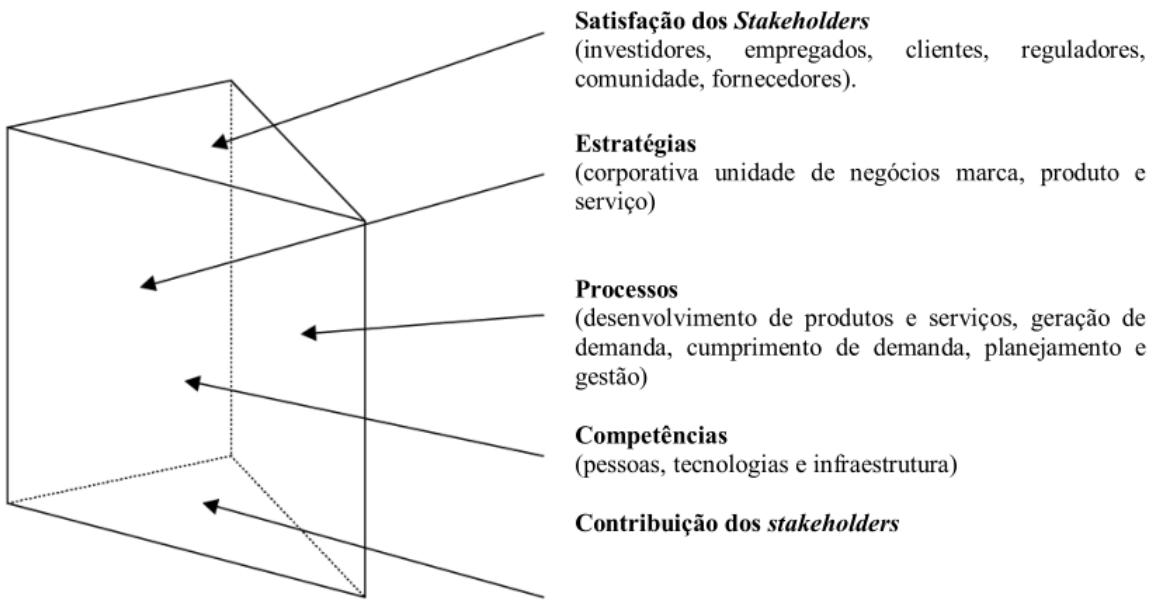
Os autores defendem que, dependendo das especificidades de cada organização, o modelo pode ser adaptado e novas perspectivas podem ser adotadas. É o caso por exemplo do *Sustainability Balanced Scorecard*, em que foi adicionada uma dimensão de desenvolvimento sustentável, ligada aos aspectos sociais e ambientais, e integrada às demais perspectivas do BSC (CUNHA, 2011).

Apesar de ser um dos modelos pioneiros a balancear medidas financeiras e não financeiras, o BSC como foi proposto se concentra nas dimensões internas da organização, fazendo com que a estratégia da empresa não considere fatores externos importantes (CUNHA, 2011). A dimensão de *stakeholders* do BSC se refere apenas os clientes, não considerando outros grupos relevantes como funcionários, fornecedores, parceiros, reguladores e comunidades locais (NEELY *et al*, 2001).

2.1.4.3 Performance Prism

O *Performance Prism* é um modelo de medição de desempenho desenvolvido por Neely *et al* (2001) com o intuito de auxiliar a seleção de medidas de desempenho que considerem os desejos e necessidades de todos os *stakeholders* de uma organização.

Figura 3 - *Performance Prism*



Fonte: Souza (2011)

Este modelo consiste em cinco faces de um prisma, cada uma representando uma perspectiva que o gestor deve entender no seu processo de mensuração e avaliação do desempenho (NEELY *et al*, 2001):

- Satisfação dos *stakeholders*: nesta face os gestores devem identificar quem são os *stakeholders* da organização e o que eles querem e precisam.
- Estratégia: os gestores devem definir que estratégias colocar em prática para satisfazer as necessidades e vontades dos *stakeholders*.
- Processos: nesta face são definidos quais processos devem ser colocados em prática para implementar a estratégia, sendo possível definir medidas específicas a cada um deles que habilitem os gestores a endereçar problemas específicos de cada um.
- Competências: nesta face são definidas as competências (conjunto de pessoas, práticas, tecnologia e infraestrutura) que são necessárias para operar os processos definidos. Assim, os gestores podem identificar métricas para saber se a empresa tem as competências necessárias ou se precisa desenvolvê-las.
- Contribuição dos *stakeholders*: esta face reconhece que os *stakeholders* também contribuem e geram valor para a organização. Assim, nesta face, deve ser identificado o que a empresa quer e necessita de seus *stakeholders*. A partir disso, é possível estabelecer métricas que monitorem esta relação simbiótica entre a empresa e suas partes interessadas.

Cunha (2011) explica que a crítica que se pode fazer a este modelo é o fato dele não abordar em profundidade o capital intelectual da empresa, uma vez que não explicita quais dos ativos de conhecimento (como capacidades das pessoas, práticas e rotinas) devem ser escolhidos. Ele também não aborda de forma explícita aspectos financeiros e de sustentabilidade da organização (SOUZA, 2011).

2.1.5 Vantagens e desvantagens dos modelos estudados

Neste tópico apresenta-se uma síntese das principais vantagens e desvantagens dos modelos estudados. Pode-se perceber que cada modelo possui suas especificidades, oriundas de diferentes motivações para seu desenvolvimento e diferentes abordagens conceituais. Enquanto o *Performance Pyramid System* e o *Balanced Scorecard* surgiram da insatisfação com as tradicionais medidas de desempenho com foco exclusivamente financeiro, o *Performance Prism* surgiu para superar as deficiências do BSC e incluir a perspectiva dos *stakeholders* (SOUZA, 2011).

Cabe ainda ressaltar a dificuldade atual de construir indicadores de desempenho confiáveis focados na sustentabilidade em campos como social e o ambiental. Apesar de não serem contemplados nestes modelos, estas dimensões vêm ganhando cada vez mais importância, uma vez que governos, indústrias, comunidades e indivíduos estão adotando medidas rumo ao desenvolvimento sustentável (SOUZA, 2011).

Tabela 3 - Vantagens e desvantagens dos modelos estudados

SMD	Vantagens	Desvantagens
<i>Performance Pyramid System</i>	Integração entre objetivos estratégicos, baseados nas necessidades dos clientes, com indicadores operacionais	Necessidade de um sistema de comunicação bem desenvolvido; não contempla perspectiva de <i>stakeholders</i> e de sustentabilidade social e ambiental
<i>Balanced Scorecard</i>	Traduz a missão e estratégia da empresa em um conjunto abrangente de medidas de desempenho; customizável (adoção de novas perspectivas); relação de causa e efeito entre suas perspectivas	Foco em dimensões internas da organização; definição restrita de <i>stakeholders</i> (apenas clientes)
<i>Performance Prism</i>	Considera os desejos e necessidades de todos os <i>stakeholders</i> ; maior flexibilidade para atender organizações que não têm objetivos financeiros	Não aborda em profundidade o capital intelectual da empresa; não contempla de forma explícita aspectos financeiros e de sustentabilidade social e ambiental

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão teórica

2.2 Negócios sociais e investidores de impacto

Esta seção busca apresentar a discussão presente da literatura em torno da definição dos negócios sociais, assim como caracterizar os investidores de impacto e sua relevância no ambiente deste tipo de negócio.

2.2.1 Definição de Negócios Sociais

Negócios sociais são organizações que têm como objetivo resolver problemas sociais com sustentabilidade financeira e eficiência usando mecanismos de mercado (COMINI, BARKI e AGUIAR, 2012). Muhammad Yunus, ganhador do prêmio Nobel da Paz em 2006 e fundador da rede de microcrédito Banco Grameen, explica que a empresa social deve recuperar todos os seus custos enquanto busca atingir os seus objetivos sociais. Um negócio social visa a recuperação total ou superior de seus custos, enquanto se concentra na criação de produtos e serviços que gerem benefício social. Assim, a empresa persegue seu objetivo cobrando um preço ou taxa pelos produtos e serviços que cria (YUNUS, 2007, p.22).

Austin, Stevenson e Wei-Skillern (2006) destacam as diferenças entre negócios sociais e empresas tradicionais com foco em quatro variáveis:

- Falha de mercado: os negócios sociais surgem quando forças do mercado comercial não conseguem atender a uma demanda social, ou seja, quando há uma falha de mercado. Assim, o que é considerado como um problema para o empreendedor comercial, é na verdade uma oportunidade para o empreendedor social;
- Missão: O objetivo fundamental de um negócio social é a geração de valor social para o bem da sociedade, enquanto um negócio comercial busca criar operações lucrativas para ganho privado. Esta diferença na missão é a principal característica distintiva destes dois tipos de negócio e se manifesta através da gestão da organização e motivação de funcionários. Os autores reconhecem que empresas tradicionais podem gerar impacto positivo na sociedade, por meio da criação de empregos, desenvolvimento de novos bens e serviços, entre outros. Porém, as diferenças no propósito e sistemas de recompensa destes negócios são relevantes nesta análise comparativa;
- Mobilização de recursos: A missão social dos negócios sociais limita a sua atuação nos mesmos mercados dos negócios comerciais e também dificulta a compensação financeira competitiva de seus funcionários como nos mercados comerciais. Na verdade, muitos empregados de empresas sociais colocam um valor considerável na compensação não-monetária de seu trabalho;

- Medição do desempenho: A medição do impacto social gerado pelos negócios sociais também é um fator distintivo fundamental. Os negócios tradicionais podem contar com métricas mais tangíveis e quantificáveis como indicadores financeiros e de qualidade. Já os negócios sociais enfrentam o desafio de mensurar a mudança social gerada por suas atividades, que pode ser mais qualitativa, de longo prazo e sujeita às diferenças perceptivas do impacto social gerado.

O conceito de negócio social ainda é tema de muito debate e diferentes autores possuem visões distintas de como associações civis, cooperativas, pequenas, médias ou grandes empresas e governos podem contribuir para o alívio da pobreza e da exclusão social. Assim, o que é caracterizado ou não como um negócio social pode variar, sendo possível encontrar na literatura três principais correntes que explicam este tipo de organização (COMINI, BARKI e AGUIAR, 2012):

- Negócios sociais no contexto europeu: esta visão surgiu com as organizações civis e cooperativas que fossem capazes de prover serviços oferecidos pelo setor público, mas com custos menores e gerando empregos para populações marginalizadas. Assim, diversos países na região reconhecem legalmente este tipo de organização e possuem legislações específicas que a regula.

Travaglini, Bandini e Mancinone (2009, p.4) mencionam três principais características das empresas sociais na Europa: (i) a orientação empresarial, uma vez que elas estão diretamente envolvidas na produção de bens ou prestação de serviços para um mercado-alvo; (ii) o objetivo social e/ou ambiental, que está explícito em sua missão e suas atividades, sendo o lucro reinvestido para o alcance deste objetivo e maximização do impacto social gerado; (iii) por fim, estruturas participativas, em que o modelo de governança ou propriedade são baseados na participação das partes interessadas (como funcionários, clientes, grupos da comunidade, entre outros), sendo este modelo coletivo a característica mais relevante dos negócios sociais europeus.

- Negócios sociais no contexto norte-americano: Neste contexto o termo negócios sociais engloba empresas ou unidades de negócio em empresas tradicionais envolvidas em atividades socialmente benéficas, abrangendo assim empresas com fins lucrativos que tenham objetivos sociais.

Autores como Prahalad e Hart (2002) destacam a importância do papel das multinacionais na mitigação de problemas sociais e ambientais ao desenvolver produtos

e serviços inovadores que sejam capazes de alcançar consumidores na base da pirâmide (BoP), uma demanda de bilhões de pessoas que até então não era foco das estratégias tradicionais.

Assim, a interação que estas grandes empresas têm desenvolvido com organizações não-governamentais (ONGs) redefiniram a relação entre o setor corporativo e a sociedade civil. Com a criação de modelos de negócios nos quais as corporações ganham acesso a mercados antes inexplorados utilizando a rede de contatos, infraestrutura e conhecimento das ONGs, as próprias organizações não-governamentais também conseguem gerar valor ao identificar novas oportunidades de negócios com fins sociais e se integrar a cadeia de valor das corporações, expandindo assim conexões entre progresso econômico e social (BRUGMANN e PRAHALAD, 2007).

Portanto, nos Estados Unidos, a definição de empresa social é ampla, sendo usada para caracterizar qualquer atividade empresarial no mercado que gere impacto social em suas atividades. Este tipo de negócio pode ter diversas formas legais, como especificado na tabela 4:

Tabela 4 - Diferentes formatos de negócios sociais no contexto norte-americano

Formato		Descrição
Organização	Filantropia Corporativa	Organização com fins lucrativos que possui programas sociais como estratégia competitiva
	Empresa com fim social	Opera no mercado de forma a alcançar sua missão social
	Híbrido	Empresa com objetivos sociais definidos e econômicos para remunerar suas partes interessadas
Projeto	Geração de Recursos	Atividade social voltada exclusivamente para gerar receita para a organização
	Finalidade Social	Atividade de uma organização destinada exclusivamente a endereçar uma missão social
	Híbrido	Atividade de uma organização direcionada tanto para produção de receita quanto para contribuir para objetivos sociais da organização

Fonte: Adaptado pelo autor de Young (2009, p.35)

- Negócios sociais no contexto dos países em desenvolvimento: O termo mais comum na literatura para se referir a negócios sociais neste contexto é o “negócio inclusivo”. O Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento define negócio inclusivo como modelos de negócio que incluem a população pobre como clientes e consumidores no âmbito da demanda, ou como funcionários, produtores e empresários no âmbito da oferta, em diversos pontos da cadeia de valor (PNUD, 2008).

Assim, o público da base da pirâmide (BoP) não é visto apenas como consumidor, mas como agente econômico presente ao longo de toda a cadeia de valor. Outra característica importante deste tipo de negócio é a busca pela lucratividade, sendo esta a principal diferença com relação a ONGs ou iniciativas de responsabilidade social corporativa.

Com base nestas perspectivas, vemos que os negócios sociais têm o objetivo de melhorar as condições de vida da população na base da pirâmide por meio da ampliação ao acesso de produtos e serviços, incluindo até os mais estruturais como saúde, educação e moradia (COMINI, BARKI e AGUIAR, 2012).

Apesar de diferirem em alguns pontos como o papel de multinacionais como catalisadores de negócios sociais, modelos de governança e distribuição de lucros, todas têm em comum a ênfase na missão social da empresa e na avaliação do seu desempenho com base em objetivos sociais definidos. De fato, as diferenças de cada perspectiva estão no modo como cada uma enxerga a maneira mais eficaz de atingir o objetivo de gerar impacto social (COMINI, BARKI e AGUIAR, 2012).

Ao analisar os diferentes formatos de negócios sociais, Comini, Barki e Aguiar (2012) propõe um modelo para representar o “*continuum* de tipos de empresas sociais”, variando entre proposições que têm maior influência da lógica do mercado e aqueles com maior influência do âmbito social. Essas diferentes iniciativas possuem em seus modelos de negócios diferentes variáveis para fornecer soluções de mercado para aliviar a pobreza da população na base da pirâmide, mesmo que a forma como estão estruturadas possa variar.

A figura 4 resume o modelo proposto, permitindo a comparação entre as características dos negócios sociais em cada uma das três perspectivas apresentadas. É possível verificar a mudança dos aspectos do negócio, como formato, busca por escalabilidade, modelo de divisão de lucros e de governança, assim como foco da mensuração de impacto, ao longo das perspectivas – norte-americana (com maior ênfase no mercado), de países emergentes e europeia (com maior ênfase nos aspectos sociais).

Figura 4 - Quadro para Análise dos Negócios Sociais

	Maior ênfase no mercado	Maior ênfase nos aspectos sociais
	Perspectiva Norte-americana	Perspectiva de Países Emergentes
Definição	Qualquer atividade empresarial no mercado que tenha impacto social em suas atividades	Organizações que geram impacto social por meio de atividades de mercado
Principal objetivo	Acesso ao mercado da base da pirâmide para oferecer produtos e serviços antes apenas disponíveis para parcela mais rica da população	Redução da probreza com iniciativas que tenham impacto social positivo, efetivo e duradouro
Formato do negócio	Resultados financeiros + impacto social	Impacto social é o principal alvo
Formato Legal	Empresas do setor privado	Geralmente PMEs e ONGs, com crescente interesse no setor privado
Escalabilidade	Extremamente relevante	Desejável
Lucro	Distribuição de dividendos	Visão asiática: lucro deve ser reinvestido no negócio; Visão Latino-americana: aceitação da divisão de dividendos
Governança	Corporativa e centralizada, porém com crescente parcerias com demais setores	Visão asiática: mais colaborativa e com participação dos beneficiários; Visão Latino-americana: aceitação dos dois modelos (participativo e centralizado)
Mensuração de impacto	Impacto social e financeiro (indicadores tangíveis - acesso a produtos e renda)	Principalmente impacto social
		Participação dos beneficiários na tomada de decisão
		Principalmente impacto social (indicadores intangíveis - cidadania, auto-estima, capital social)

Fonte: Adaptado pelo autor de Comini, Barki e Aguiar (2012)

2.2.2 Caracterização dos investimentos de impacto

Investimentos de impacto são uma classe de investimentos que buscam impacto social e/ou ambiental positivo além dos retornos financeiros. Portanto, eles demandam o gerenciamento da performance socioambiental do empreendimento assim como dos riscos e retornos financeiros (JPMORGAN, 2010).

Os investidores de impacto explicitam sua missão de criar impacto positivo e mensuram ativamente os tipos de impacto social e ambiental que geram, sendo responsáveis por atingir seus objetivos sociais assim como suas metas de retorno financeiro. Assim, eles se diferenciam de investimentos socialmente responsáveis e iniciativas de responsabilidade social corporativa, uma vez que o primeiro é utilizado por gestores de fundos que buscam evitar investimentos em setores considerados irresponsáveis ou antiéticos (como tabaco ou óleo e gás) e o segundo se caracteriza como atividades de caridade realizadas por corporações (LEME, MARTINS e HORNBERGER, 2014).

Os negócios sociais têm muito a se beneficiar com este tipo de investimento, utilizando os recursos adicionais para escalar suas operações e maximizar o impacto social ou ambiental gerado. Em 2013, foram comprometidos cerca de US\$ 11 bilhões em investimentos de impacto globalmente, dos quais US\$ 2 bilhões foram na América Latina – onde o Brasil tinha a maior participação regional: cerca de US\$ 300 milhões investidos por fundos e organizações nacionais e internacionais no país (LEME, MARTINS e HORNBERGER, 2014).

Já no âmbito mundial, uma pesquisa da *Global Impact Investing Network* (MUDALIAR et al, 2017) com 208 investidores de impacto mostra que havia cerca de US\$ 114 bilhões de ativos sob gestão deste tipo de investidor em 2016. Além disso, juntos eles planejam investir mais US\$ 25,9 bilhões em 2017 – um aumento de 17% com relação ao capital investido no ano anterior. Na região da América Latina e Caribe, havia cerca de US\$ 10 bilhões de ativos sob gestão de 83 investidores de impacto em 2016.

Uma pesquisa realizada pela *Aspen Network of Development Entrepreneurs, Latin American Private Equity & Venture Capital Association* e *LGT Impact Ventures* (2016), com o objetivo de mapear o setor de investimentos de impacto na América Latina com foco no Brasil, Colômbia e México, revela que, em 2016, o Brasil tinha 29 investidores de impacto ativos, sendo 14 empresas nacionais. Neste caso, foram considerados como investidores de impacto empresas que fazem investimentos diretos em outras empresas; têm como objetivo explícito ter impacto social ou ambiental positivo; buscam retornos financeiros; e investem um mínimo de US\$ 25 mil usando qualquer instrumento financeiro de alocação de capital (como capital próprio, obrigações conversíveis, empréstimos, entre outros).

Quanto à performance financeira, cerca da metade destes investidores informaram terem expectativas de retorno anuais líquidos de 16% ou mais, sendo os instrumentos de alocação de capital mais comuns o investimento via capital próprio e os empréstimos. Os investimentos de impacto no país são focados nos setores de saúde, agricultura, educação e inclusão financeira (ANDE, 2016).

Neste contexto, os investidores de impacto têm papel fundamental na ligação entre os empreendedores de negócios sociais e o mercado financeiro, permitindo que as soluções desenvolvidas pelas empresas sociais ganhem escala e ajudem a resolver diferentes problemas sociais e ambientais existentes (DELOITTE, 2015).

Como principais desafios do setor, além da dificuldade de mensuração do impacto socioambiental gerado pelos investimentos, em muitos casos o aumento dos retornos financeiros vem às custas do aumento dos benefícios sociais. Assim, os investidores de impacto devem definir como balancear os retornos financeiros com a geração de impacto e qual deles será prioridade na gestão do seu portfólio de investimentos (LEME, MARTINS e HORNBERGER, 2014).

Além disso, ainda existe uma grande assimetria de informação neste campo, tendo em vista as dificuldades do empreendedor em saber onde procurar possíveis fontes de investimento e a falta de conhecimento dos investidores sobre todo o repertório existente de negócios sociais. Isto resulta no aumento dos custos de transação e desfavorece o oferecimento de produtos e serviços financeiros mais adequados e customizados para os empreendedores sociais (DELOITTE, 2015).

2.3 Avaliação do impacto socioambiental

A principal diferença entre negócios tradicionais e negócios sociais está na associação entre retorno financeiro e geração de impacto social positivo. Assim, mensurar a capacidade de um negócio gerar impacto social é um aspecto determinante na definição de sua identidade, sendo imperativo construir mecanismos que informem o impacto gerado (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

Um estudo da *Global Impact Investing Network* (SCHIFF, BASS e COHEN, 2016) mostra como investidores e empreendedores podem gerar valor para seus empreendimentos sociais a partir da mensuração do impacto gerado. Os cinco drivers de criação de valor destacados abaixo influenciam a viabilidade financeira do negócio e ressaltam a importância de monitorar e avaliar o impacto socioambiental gerado pelas empresas sociais:

- Aumento da receita: Ao entender melhor os clientes finais do negócio – status socioeconômico, nível de acesso a serviços, preferências e necessidades específicas – os gestores podem segmentar de maneira mais precisa seu público-alvo e oferecer produtos e serviços mais alinhados com as necessidades de seus clientes;
- Eficiência e eficácia operacional: os dados de desempenho social e ambiental podem ser utilizados para desenvolver e alinhar diversas áreas operacionais da empresa, como procedimentos contábeis e financeiros ou gerenciamento de recursos humanos;

- Decisões de investimento: os dados de impacto social e ambiental também são utilizados para determinar quais setores ou negócios se alinham mais com o perfil de determinados investidores, atraindo capital para a empresa;
- Marketing e reputação: o impacto gerado pelo negócio pode ser utilizado para marketing da empresa e para atrair e ganhar confiança de partes interessadas;
- Alinhamento estratégico e mitigação de riscos: a mensuração do impacto assegura o alinhamento das atividades da empresa com a sua missão e estratégia assim como fornece dados importantes sobre o desempenho do negócio para corrigir eventuais problemas e prevenir perdas.

Neste contexto, esta seção busca apresentar as principais abordagens e conjuntos de ferramentas utilizados para mensurar e avaliar o impacto gerado no campo dos negócios sociais e investimentos de impacto. Eles foram categorizados de acordo com o estudo de Reisman e Olazabal (2016), que segmentaram as abordagens atuais de mensuração de impacto em quatro frentes: padronização e certificação, análise de impacto em nível de mercado, mensuração de impacto em profundidade e, por fim, monitoramento de desempenho.

Este mapeamento também incorpora ferramentas e abordagens listadas nos textos de Brandão, Cruz e Arida (2015) e Deloitte (2015).

2.3.1 Padronização e certificação

Diversas organizações têm trabalhado para facilitar o reconhecimento do impacto socioambiental gerado pelas empresas. Elas são os responsáveis por criar e padronizar princípios e métricas para a medição, monitoramento e comunicação do impacto, assim como certificar instituições quanto ao seu desempenho em termos de crescimento e impacto social (DELOITTE, 2015).

Estas métricas são importantes para distinguir empresas sociais que têm diferentes desempenhos, permitindo que gestores, investidores e outras partes interessadas também tomem decisões com base no impacto social e ambiental gerado, além da rentabilidade financeira do negócio (BRANDENBURG, 2012).

2.3.1.1 *Impact Report and Investment Standards - IRIS*

É um conjunto de métricas padronizadas para mensurar e descrever o desempenho social, ambiental e financeiro das organizações. Pode ser comparado ao IFRS – *International*

Financial Reporting Standards ou ao GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* (GELFAND, 2012).

O IRIS opera como uma taxonomia, com cinco principais categorias de indicadores: performance financeira, descrição organizacional, descrição do produto, impacto operacional e impacto do produto. Foi desenvolvido pela GIIN em 2009 e atualmente conta com 559 indicadores em sua versão 4.0, sendo utilizado por mais de 5 mil organizações em todo o mundo para avaliar, comunicar e gerenciar seu desempenho social e ambiental (IRIS, 2017).

A tabela 5 apresenta alguns exemplos de métricas do IRIS em cada uma de suas cinco categorias.

Tabela 5 - Exemplos de métricas do IRIS

ID	Categoria	Métrica	Descrição
PI1775	Performance financeira	Receita de vendas	Valor da receita de vendas dos produtos/serviços de uma organização durante período determinado
OD8350	Descrição organizacional	Modelo de cliente	Descreve o modelo de alcance dos clientes da organização: - Business to Business (B2B) - Business to Consumer (B2C) - Business to Government (B2G) - Peer to Peer (P2P)
PD2532	Descrição do produto	Consumo de água do produto	Volume médio de água utilizada/consumida durante o tempo de vida útil do produto baseado na operação planejada para o produto/sistema
OI7877	Impacto operacional	Horas de treinamentos dos funcionários	Número de horas de treinamento oferecidas para os funcionários (integral, meio período ou temporário) durante período determinado
PI2888	Impacto do produto	Renda dos distribuidores: PME	Renda gerada por pequenos e médios distribuidores a partir da venda dos produtos/serviços da organização durante período determinado

Fonte: Elaborado pelo autor com base em IRIS 4.0 *Full Catalog* (2017)

2.3.1.2 Sistema B

É um sistema de certificação de empresas capazes de gerar impacto positivo em suas atividades, desenvolvido pela *B Lab* (organização sem fins lucrativos). Para ser reconhecida como uma empresa B, é necessário que a organização aborde três principais pontos: resolver problemas sociais e ambientais por meio de seus produtos/serviços; atender níveis mínimos de desempenho e mostrar seu impacto socioambiental de forma transparente; por fim, fazer mudanças legais para considerar trabalhadores, a comunidade e o meio ambiente de forma vinculativa na tomada de decisões (DELOITTE, 2015).

O processo de certificação se dá por meio do preenchimento do *B Impact Assessment* (BIA) – um formulário que avalia o impacto geral da empresa em seus *stakeholders*, no qual a empresa deve conseguir pelo menos 80 pontos de um total de 200. A empresa passa então por uma etapa de revisão dos dados, quando precisa apresentar documentos comprovatórios de suas respostas no BIA, e também aceita receber visitas técnicas eventuais do time da *B Lab* para comprovação de suas atividades. A certificação é válida por 2 anos. (BCORP, 2017).

O BIA possui mais de 40 versões diferentes que variam de acordo com o tamanho da empresa (número de funcionários), setor e localização geográfica. Em geral, ele cobre as seguintes áreas (BCORP, 2017):

- Governança: avalia a missão da empresa, padrões éticos, prestação de contas e transparência;
- Colaboradores: avalia a contribuição da empresa para o bem-estar de seus funcionários, incluindo temas como salários e benefícios, treinamentos, saúde, segurança e flexibilidade;
- Comunidade: avalia o engajamento e o impacto da empresa na comunidade, incluindo temas como diversidade, criação de empregos, relações com fornecedores, serviços comunitários e contribuições de caridade. Também possui direcionamentos específicos para empresas que visam resolver problemas na comunidade, como capacitação de trabalhadores, diminuição da pobreza via integração em cadeias de valor, entre outros;
- Meio ambiente: avalia a administração geral da empresa no que tange às suas instalações, uso de recursos, emissões e cadeia de suprimentos. Também possui direcionamentos específicos para empresas que visam resolver problemas ambientais, como redesenho de processos de manufatura, geração de energia renovável, conservação de terras ou animais, entre outros;
- Clientes: avalia empresas cujo produto ou serviço é feito para endereçar um problema social específico de seus clientes, como saúde ou educação, examinando até que ponto o produto/serviço beneficia as comunidades desfavorecidas. Para algumas empresas, esta seção não se aplica.

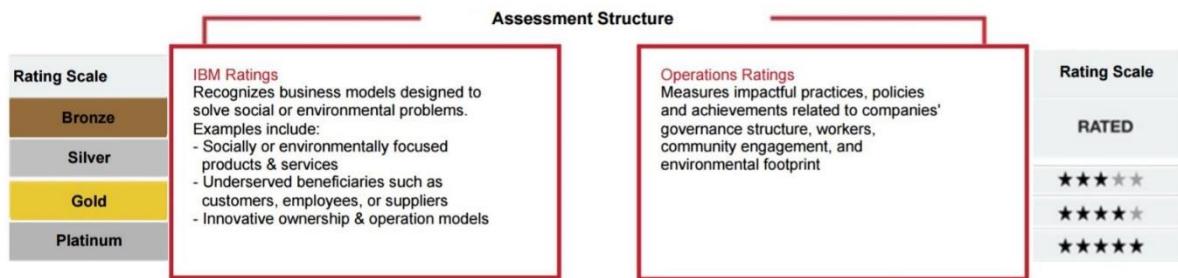
2.3.1.3 Global Impact Investing Rating System - GIIRS

É um sistema de certificação de impacto social e ambiental de empresas e fundos de investimentos, também desenvolvido pela *B Lab*, porém com um foco para investidores (RICHARDSON, 2012).

Neste sistema, as empresas são avaliadas por meio do BIA e recebem duas classificações adicionais: o *IBM Rating* que leva em conta o modelo de negócio da empresa e seus principais indicadores (KPIs) e o *Operations Rating*, que considera a comparação de desempenho da empresa com *benchmarks* baseados na geografia, tamanho e missão. Já os fundos são avaliados quanto ao seu foco de investimentos, critérios de investimento, gestão de portfólio e *benchmarks* (Fund Manager Assessment), sendo o *IBM Rating* e o *Operations Rating* médias ponderadas das empresas em seu portfólio de acordo com a alocação de capital do fundo (GIIRS, 2017).

A figura 5 apresenta as escalas das classificações *IBM Rating* (onde *Platinum* é a nota máxima e *Bronze* é a nota mínima) e *Operations Rating* (onde 5 estrelas é a nota máxima e *Rated* é a nota mínima):

Figura 5 - Classificações GIIRS Rating



Fonte: GIIRS, 2017

2.3.1.4 Global Reporting Initiative - GRI

É uma organização internacional independente que padroniza a maneira de comunicar de forma efetiva os impactos socioambientais atingidos por empresas, governos e outras instituições. Assim, o GRI estabelece as diretrizes e orientações técnicas para a elaboração do relatório de sustentabilidade ou balanço social das empresas. (DELOITTE, 2015).

A tabela 6 apresenta os dez princípios fundamentais para elaboração de um relatório de acordo com os padrões GRI, segmentados em dois grupos: princípios para definir o conteúdo do relatório e princípios para definir a qualidade do relatório. Juntos, eles correspondem às orientações fundamentais que a empresa deve seguir antes das demais diretrizes do GRI – que são as divulgações gerais sobre o contexto empresarial (informações sobre o perfil da empresa, estratégia, código de conduta ético, governança, práticas de engajamento dos *stakeholders*, etc.) e abordagem gerencial (padrões específicos de como uma empresa gerencia determinados tópicos nas áreas econômica, social e ambiental).

Tabela 6 - Princípios fundamentais do GRI

Princípios		Descrição
Definição do conteúdo	Inclusão dos <i>stakeholders</i>	A organização deve identificar seus <i>stakeholders</i> e explicar como respondeu às suas principais expectativas e interesses
	Contexto de sustentabilidade	O relatório deve apresentar o desempenho da organização em seu contexto mais amplo da sustentabilidade (condições econômicas, sociais e ambientais nos níveis local, regional ou global)
	Materialidade	O relatório deve abranger tópicos que refletem impactos econômicos, sociais e ambientais significativos ou que influenciem substancialmente as avaliações e decisões de seus <i>stakeholders</i>
	Completude	O relatório deve incluir a cobertura de tópicos materiais e seus limites, suficientes para refletir impactos econômicos, ambientais e sociais significativos e permitir que os <i>stakeholders</i> avaliem o desempenho da organização no período especificado
Definição da qualidade	Acurácia	A informação do relatório deve ser suficientemente precisa e detalhada para que os <i>stakeholders</i> possam avaliar o desempenho da organização
	Balanceamento	A informação do relatório deve refletir os aspectos positivos e negativos do desempenho da organização para permitir uma avaliação fundamentada de seu desempenho geral
	Clareza	A organização deve disponibilizar as informações de forma que seja compreensível e acessível aos <i>stakeholders</i> que as usam
	Comparabilidade	A organização deve selecionar, compilar e comunicar as informações de forma consistente ao longo do tempo, possibilitando que os <i>stakeholders</i> possam analisar a evolução no desempenho da organização em diferentes períodos
	Confiabilidade	A organização deve coletar, registrar, compilar, analisar e comunicar as informações e os processos utilizados na elaboração do relatório, de forma que possam ser submetidos a avaliação externa e que estabeleçam a qualidade e a materialidade das informações
	Periodicidade	A organização deve informar um cronograma regular para que a informação esteja disponível a tempo que os <i>stakeholders</i> possam tomar decisões fundamentadas

Fonte: Elaborado pelo autor com base em GRI (2016)

2.3.1.5 Princípios para Investimento Responsável – PRI

Em 2008 a ONU desenvolveu o PRI (*Principles for Responsible Investment*) com o objetivo de promover a adoção de práticas de Investimento Responsável, fazendo com que as empresas integrem temas ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas decisões de investimento e propriedade de ativos (PRI, 2016).

O PRI já conta com mais de 1.400 signatários em cerca de 50 países, que se comprometem a seguir seis princípios em seus investimentos (PRI, 2016):

- Princípio 1: Incorporar temas de ESG nas análises de investimento e aos processos de tomada de decisão;
- Princípio 2: Ser proprietário ativo e incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos;
- Princípio 3: Buscar a transparência adequada nas empresas em que investe quanto às questões de ESG;
- Princípio 4: Promover a aceitação e a implementação dos princípios no conjunto de investidores institucionais;
- Princípio 5: Trabalhar de forma colaborativa para ampliar a eficácia na implementação dos princípios;
- Princípio 6: Divulgar relatórios sobre atividades e progressos em relação à implementação dos princípios.

2.3.1.6 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável - ODS

Em 2015, mais de 150 países adotaram formalmente uma nova agenda global de desenvolvimento sustentável para 2030, composta por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Cada ODS é segmentado em diversos objetivos específicos, que juntos somam 169 metas a serem monitoradas para verificar o alcance dos ODS ao redor do mundo (ONU, 2017).

Figura 6 - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU



Fonte: ONU (2017)

A figura 6 apresenta os 17 ODS recomendados pela ONU. Ao endereçar os maiores desafios econômicos, sociais e ambientais em todo o mundo, eles ajudam a alinhar o desenvolvimento de novas tecnologias e soluções com as prioridades globais de desenvolvimento sustentável.

O ODS 12, por exemplo, pretende garantir padrões de consumo e produção sustentáveis ao promover aumento da eficiência energética, redução do uso, da degradação e da poluição dos recursos, assim como conscientizar e educar os consumidores sobre estilos de vida e consumo sustentáveis, fornecendo informações adequadas ao longo de toda cadeia de valor dos produtos. Uma de suas metas específicas é a redução pela metade dos resíduos alimentares globais *per capita* nos níveis de varejo e consumidor e reduzir perdas de alimentos ao longo das cadeias de suprimento. Assim, negócios com atuação neste setor podem mensurar como suas operações contribuem para o alcance desta meta em específico em sua região. (ONU, 2017).

Um estudo da GIIN (2016) destaca o trabalho que diversos investidores de impacto vêm fazendo para alinhar seu portfólio com os ODS de modo a apoiar o sucesso desta iniciativa global. De maneira geral, este alinhamento beneficia os investidores de três principais formas:

- Comunicação: os ODS são um quadro útil de comunicação para articular a relação entre os investimentos e as metas de impacto. Sua estrutura simplifica a comunicação com uma variedade de *stakeholders*, incluindo clientes, investidas e outros investidores;
- Estratégia e objetivos: os ODS revigoraram as atividades dos investidores de impacto ao atuar como uma declaração global de que investir no desenvolvimento sustentável é uma oportunidade para o setor privado. Além disso, eles ajudam os investidores de impacto a reorientar seu posicionamento estratégico – por mais que isso não represente uma grande mudança com relação a suas atividades anteriores;
- Novos investimentos: os ODS apresentam um ponto de entrada simples e atraente para os investidores que ainda não estão envolvidos com investimentos de impacto, ajudando a atrair mais capital privado para o alcance dos ODS globalmente.

2.3.2 Análise de impacto em nível de mercado

Esta categoria permite diferenciar impacto incremental de impacto sistêmico ou de mercado. O primeiro se refere ao resultado mais imediato de atividades, serviços, tecnologias e práticas no curto prazo, ainda sem grande escala, relacionado ao valor que a empresa gera

para seus clientes diretos. Já o impacto sistêmico ocorre com a implementação de políticas e atividades que influenciam resultados no longo prazo, ajudando a construir ou moldar um novo mercado e uma nova realidade (REISMAN e OLAZABAL, 2016; BANNICK *et al*, 2017).

Neste contexto, é essencial a utilização da teoria da mudança – uma abordagem que permite selecionar medidas de avaliação do impacto baseada na compreensão de que uma cadeia de resultados interconectada pode, em última instância, gerar o impacto socioambiental almejado (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

A Teoria de Mudança é uma abordagem de avaliação de impacto que dialoga com a cadeia de valor de um negócio social, explicitando claramente quais as mudanças pretendidas e como elas irão ocorrer (JPMORGAN, 2015). Ela busca articular o contexto no qual o negócio está inserido e a cadeia causal entre as atividades realizadas e os objetivos pretendidos de curto, médio e longo prazo (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

A figura 7 resume o modelo linear da Teoria de Mudança, oferecendo uma visão mais objetiva da lógica e da viabilidade de gerar impacto.

Figura 7 - Modelo linear da Teoria de Mudança



Fonte: Brandão, Cruz e Arida (2015, p.9)

Os *inputs* representam os elementos que permitem que a empresa realize suas atividades. Os *outputs* são os resultados imediatos das atividades realizadas pela empresa, em geral mais tangíveis e com maior facilidade de mensuração. Já os *outcomes* são as mudanças esperadas no público-alvo do negócio, atreladas aos objetivos da empresa (impacto incremental). Por fim, o impacto (sistêmico) se refere às mudanças estruturais geradas no sistema de atuação da empresa, em geral dependente também de outras dinâmicas do mercado. Sua mensuração é mais complexa por ter natureza de longo prazo e pela dificuldade de provar a causalidade com as atividades do negócio (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015; JPMORGAN, 2015; REISMAN e OLAZABAL, 2016).

Assim, com a adequada disponibilidade de recursos e condução das atividades, os produtos gerados (*outputs*) podem gerar benefícios para o público-alvo (*outcomes*),

consolidando-se como mudanças positivas para um conjunto de organizações e/ou comunidades, consideradas como o impacto do empreendimento (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

2.3.3 Mensuração de impacto em profundidade

Este tipo de abordagem oferece mais rigor na avaliação de impacto ao utilizar processos sistemáticos de coleta e análise de dados quantitativos e qualitativos. Eles utilizam convenções construídas para aumentar a validade e confiabilidade dos instrumentos utilizados na coleta de dados assim como analisam os dados por meio de protocolos que façam a distinção entre análises simplesmente exploratórias, para descrição das observações, e os testes de hipóteses que usam inferências para confirmar se as mudanças no padrão de dados são de fato reais (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

As seguintes seções apresentam as principais abordagens encontradas na literatura estudada e que podem se encaixar na categoria de mensuração de impacto em profundidade.

2.3.3.1 Desenhos metodológicos

Esta abordagem para avaliação do impacto engloba um estudo mais detalhado com um grupo de controle para entender o que teria acontecido sem a intervenção do negócio social (JPMORGAN, 2015). A definição de avaliação de impacto do *Development Impact Evaluation* (DIME) do Banco Mundial apresenta esta perspectiva metodológica: “Avaliações de impacto compararam os *outcomes* de um programa contra um contra factual que mostra o que teria acontecido com os beneficiários se o programa não tivesse existido” (WORLD BANK, 2006).

Este tipo de avaliação, mais rigorosa, utiliza estudos com grupos de controle aleatórios (RCTs em inglês – *Randomized Control Tests*), o que permite estabelecer uma relação causal probabilística entre uma intervenção e a mudança na realidade (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015). Apesar de oferecer o maior grau de certeza de que um empreendimento está de fato gerando o impacto esperado, esta abordagem apresenta maiores custos e é mais difícil de ser implementada na prática. Assim, muitos investidores acabam por mensurar indicadores nas etapas de “atividades” ou “outputs” em sua cadeia de valor (JPMORGAN, 2015).

2.3.3.2 Estudos experimentais

Esta abordagem conta com a participação de universidades e centros de pesquisa para comprovar, por meio de estudos experimentais acadêmicos, quais ações causam impacto social

positivo. Isto permite que investidores foquem em iniciativas que realizem estas ações em larga escala (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

Nesta concepção, os empreendedores de negócios sociais podem buscar na literatura as teses que comprovam o impacto do seu negócio, sem a necessidade de realizar seus próprios estudos com o emprego de grupos de controle aleatórios. Entretanto, a viabilidade desta proposta esbarra na falta de pesquisas acadêmicas sobre o assunto e no descompasso entre o tempo necessário para que estes estudos apresentem conclusões precisas e no dinamismo do setor de negócios sociais (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

2.3.3.3 Insper Metricis

O Núcleo de Medição para Investimentos de Impacto Socioambiental, do Insper, oferece um ferramental prático para que empresas, fundos e governos avaliem o impacto socioambiental de seus projetos. Ele é baseado em três pilares: utilização de poucos indicadores com alta relevância, medições periódicas antes e depois do projeto, e comparação com grupos de controle. Este último é importante para verificar a “adicionalidade” nos projetos sociais, ou seja, medir como o investimento ou operação da empresa afetou a população além do que teria acontecido naturalmente sem a intervenção (INSPER, 2014).

O conjunto de normas metodológicas propostas para a avaliação efetiva dos investimentos de impacto estabelece um plano detalhado de medição, composto pelas seguintes etapas (INSPER, 2014):

- Delimitação do setor de impacto: envolve a definição do setor de atuação do projeto em questão, incluindo a delimitação da região e público-alvo do modelo de negócio;
- *Benchmarking*: análise de casos de sucesso no setor de impacto delimitado de forma a estudar indicadores e práticas previamente utilizados em casos semelhantes;
- Definição da Teoria da Mudança: apresentação da Teoria da Mudança do negócio a ser avaliado, descrevendo o mecanismo causal que irá determinar a mudança pretendida e auxiliar na construção do plano de medição;
- Definição dos indicadores: com base nas etapas anteriores, é possível estabelecer os indicadores a serem medidos. É recomendado utilizar até três indicadores que sejam relevantes em termos de geração de impacto, estejam sob controle dos executores, possam ser medidos e verificados com precisão e tenham baixo custo de medição;
- Definição dos grupos tratados e de controle e cálculo do impacto: envolve a definição dos beneficiários do projeto (grupos tratados) e dos indivíduos e grupos semelhantes

aos tratados, mas que não participam da intervenção (grupos de controle). Também é definido com precisão como será realizado o cálculo dos indicadores definidos;

- Plano amostral: definição do tamanho amostral para garantir significância estatística;
- Execução da medição: envolve a definição de quem irá executar a mensuração do impacto, evidenciando qual o indicador, seu orçamento e o contato principal;
- Definição do cronograma de medição: a verificação do impacto ocorre em geral após um ano de medição ou até mais dependendo do negócio. Assim, é importante alinhar expectativas entre investidor e executor do projeto, assim como definir um cronograma de medição.

2.3.3.4 Social Return on Investment - SROI

O SROI é um modelo de mensuração e contabilização de valor em um conceito mais amplo, além do financeiro. Desenvolvido pela *Social Value UK*, o SROI aplica sete princípios para contabilizar o valor social de um empreendimento, utilizando *proxys* para conversão de resultados das atividades em dados financeiros, o que possibilita mensurar o impacto social de um negócio. Os sete princípios são (SROI, 2017):

- Envolvimento dos *stakeholders*: o entendimento do que e como deve ser medido é feito a partir de diálogos com os *stakeholders* da organização;
- Entendimento das mudanças: envolve articular como as mudanças pretendidas são geradas e reconhecer externalidades positivas e negativas;
- Valorar o que importa: a valoração se refere à importância relativa entre diferentes resultados, informada pela preferência dos *stakeholders*;
- Incluir apenas o que é material: determinação de qual informação ou evidência deve ser incluída nas contas para que os *stakeholders* possam estabelecer conclusões racionais sobre o impacto;
- Não reivindique excessivamente: apenas reivindique a geração de impacto de atividades sob sua responsabilidade ou controle;
- Ser transparente: demonstrar que as análises com os resultados obtidos são precisas e corretas para serem discutidas com *stakeholders*;
- Verificação dos resultados: garantir a verificação independente de todos resultados obtidos.

Com base nestes princípios, uma análise de SROI envolve seis etapas: (i) definição do escopo de análise e *stakeholders*; (ii) identificação de *outcomes* na Teoria da Mudança do negócio; (iii) atribuição de valor aos *outcomes* por meio de *proxys*; (iv) estabelecimento do impacto, por meio da distinção entre os resultados da intervenção e o que teria acontecido de forma independente; (v) cálculo do SROI, somando todos os benefícios e subtraindo externalidades negativas; (vi) divulgação de resultados para *stakeholders* e acompanhamento (SROI, 2017). Ao contrário do GIIRS, o SROI exige profissionais especializados da área financeira para realizar os cálculos precisos para a organização (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015).

2.3.4 Monitoramento de desempenho

O monitoramento de desempenho se refere a coleta periódica de dados para cálculo de indicadores-chave a fim de avaliar o desempenho socioambiental da empresa. Esta descrição enquadra diversos tipos de dados, como métricas financeiras, dados de atividades e resultados operacionais da organização. Assim, o monitoramento é utilizado para acompanhar a evolução dos indicadores-chave e o alcance de metas, comparando resultados com os objetivos propostos. De maneira geral, os dados utilizados tendem a ser quantitativos para permitir a análise comparativa ao longo do tempo, mas podem ser também complementados com dados qualitativos (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

Esta abordagem de avaliação de impacto é ampla e não indica nenhuma metodologia específica – ao contrário da categoria de mensuração de impacto em profundidade. Entretanto, seu diferencial está no fato de que o próprio sistema de monitoramento do desempenho é orientado a dados, enfatizando o papel estratégico do uso de indicadores no gerenciamento de investimentos e no ciclo de aprendizagem da organização. Além do uso de padrões e certificações, o monitoramento de desempenho é a abordagem mais comum adotada no setor de investimentos de impacto. Muitas vezes, são utilizados dados padronizados no SMD (a exemplo do IRIS), embora seja possível também desenvolver métricas específicas mais diretamente ligadas à teoria de mudança do negócio em questão (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

2.3.5 Síntese das abordagens e ferramentas de avaliação de impacto

A capacidade de demonstrar os impactos gerados é um fator fundamental para o fortalecimento do campo dos negócios sociais (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015). De fato, muitas das ferramentas e abordagens analisadas são fruto da crescente quantidade de inovações

que têm ocorrido na última década no campo de negócios sociais e investimentos de impacto, o que mostra o amadurecimento deste mercado.

De maneira geral, a gama de opções de medição disponíveis atualmente permite que os investidores e empresas escolham abordagens apropriadas que permitam o melhor uso dos dados para avaliação do impacto gerado, a depender do setor de atuação e do estágio de desenvolvimento do negócio (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

Ainda assim, vemos que por mais que investidores de impacto tenham o compromisso de fortalecer a evidência de seus retornos sociais, o amadurecimento do mercado deve exigir cada vez mais o aprimoramento das ferramentas atuais e o desenvolvimento de novas abordagens que possam de fato demonstrar o impacto gerado e aumentar a confiança entre potenciais investidores (REISMAN e OLAZABAL, 2016).

Fica também cada vez mais clara a necessidade de buscar um equilíbrio entre ferramentas padronizadas e abordagens personalizadas para cada tipo de organização, para que elas possam ser utilizadas entre países e regiões, ao mesmo tempo em que são relevantes no contexto local do negócio (ANDE, 2016).

No Brasil, em especial, diversos desafios ainda devem ser enfrentados para o desenvolvimento deste setor: o fato de empreendedores individuais em geral não terem teorias de mudança bem definidas, o que dificulta a delimitação do que é o impacto gerado por suas atividades; pouca bibliografia, cases e estudos acadêmicos (estudos experimentais) que demonstrem as possibilidades de mudanças a partir de determinadas variáveis, que serviriam como base para definição de negócios que são efetivamente capazes de gerar impacto; por fim, a dificuldade de mensurar impactos indiretos e externalidades, assim como a inviabilidade de fazer estudos com grupos de controle para mensurar de fato o impacto gerado pela intervenção da empresa em determinados setores (DELOITTE, 2015).

A tabela 7 sintetiza as abordagens e ferramentas de avaliação de impacto socioambiental estudadas, considerando também suas principais limitações – pontos que precisam ser endereçados para o aprimoramento das ferramentas e o fortalecimento desta área.

Tabela 7 - Síntese das abordagens e ferramentas de avaliação de impacto estudadas

Categoría	Itens estudados	Vantagens	Limites e Considerações
Padronização e certificação	<i>Impact Report and Investment Standards - IRIS</i>	Padroniza definições e medidas de desempenho social, ambiental e econômico entre empresas, fundos e outras organizações	Mais desenvolvido na mensuração de <i>outputs</i> ; Existe espaço para desenvolver métricas padronizadas para mensurar <i>outcomes</i> e novas métricas específicas por tipo de setor de atuação
	Sistema B	Reconhece e divulga empresas que geram impacto social e ambiental em suas atividades	Foco maior na classificação e monitoramento do que na identificação do impacto gerado
	<i>Global Impact Investing Rating System - GIIRS</i>	Auxilia investidores a acompanhar e comparar o desempenho de empresas e fundos de investimento na geração de impacto social e ambiental	Foco maior na classificação e monitoramento do que na identificação do impacto gerado; baixo dimensionamento dos resultados de médio e longo prazo (<i>outcomes</i>)
	<i>Global Reporting Initiative - GRI</i>	Padroniza a forma de comunicação de resultados socioambientais de empresas, governos e outras instituições	Focado para grandes empresas, em geral usado apenas como ferramenta complementar de análise voluntária
	Princípios para Investimento Responsável - PRI	Promove a adoção de fatores ESG nos processos de investimento das organizações	É mais utilizado para investimentos tradicionais, uma vez que investimentos de impacto necessitam da mensuração ativa do impacto gerado
	ODS	Alinha o desenvolvimento de soluções corporativas e modelos de negócios por meio de uma agenda global de desenvolvimento sustentável	A ampla variedade de tópicos abordados requer uma análise mais detalhada de como a organização contribui para as metas mais específicas dos ODS
Análise de impacto em nível de mercado	Teoria da Mudança	Permite que empreendedores, investidores e aceleradores tenham uma visão concreta e objetiva da lógica e da viabilidade de gerar impacto; pode ser adaptada para modelos mais complexos e não lineares, com relações de múltiplas causalidades	A tese em si não garante o impacto; deve ser associada a outras estratégias de avaliação do negócio social
Mensuração de impacto em profundidade	Desenhos metodológicos	Oferece maior grau de certeza de que um empreendimento está de fato gerando o impacto esperado	Apresenta maiores custos; implicação ética de excluir grupos da intervenção para que sirvam de controle; difícil implementação prática
	Estudos Experimentais	Ajuda investidores a identificar quais ações geram impacto de forma mais relevante; empreendedores não precisam realizar seus próprios estudos com grupos de controle	Descompasso entre o tempo necessário para que estes estudos apresentem conclusões precisas e o dinamismo do setor de negócios sociais
	Inspur Metricis	Ferramental prático desenvolvido no Brasil para que empresas, fundos e governos avaliem o impacto socioambiental de seus projetos	Dificuldade em utilizar grupos de controle
	<i>Social Return on Investment - SROI</i>	Abordagem consistente e flexível para endereçar diferentes atividades, setores e stakeholders	Dificuldade de mensurar e quantificar em valores monetários alguns fatores como valor humano intrínseco; requer profissional especializado
Monitoramento de desempenho	SMDs com foco em impacto socioambiental	Enfatiza o papel estratégico do uso de indicadores de impacto no gerenciamento de investimentos e no ciclo de aprendizagem da organização	Abordagem ampla, englobando o uso de indicadores específicos para cada empresa e indicadores padronizados

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão teórica

3 METODOLOGIA

Este trabalho caracteriza-se quanto aos objetivos, como uma pesquisa exploratória; quanto aos procedimentos de coleta, como um estudo de casos múltiplos; e quanto à natureza dos dados, como uma pesquisa qualitativa.

De maneira geral, a pesquisa exploratória visa oferecer uma primeira aproximação a um determinado fenômeno e se caracteriza pelo desenvolvimento e esclarecimento de dados elementares para se obter uma visão panorâmica do estudo em questão. O estudo de caso visa colaborar na tomada de decisões sobre tema em estudo e indicar as possibilidades para sua modificação, por meio do estudo de um caso particular ou unidade significativa do problema sendo avaliado. Por fim, a pesquisa qualitativa se preocupa com a compreensão e interpretação do fenômeno em estudo, sem remeter à utilização exclusiva de medidas objetivas e da estatística como no caso da pesquisa quantitativa (GONSALVES, 2001).

Assim, de forma a alcançar os objetivos propostos, este trabalho foi dividido em quatro etapas: (i) revisão bibliográfica a respeito da gestão do desempenho nas organizações, da definição de negócios sociais e investimentos de impacto e das abordagens atuais de avaliação de impacto; (ii) estudo de casos de três gestoras de fundos de investimento de impacto brasileiros, com foco em suas abordagens de mensuração e avaliação de impacto; (iii) análise comparativa dos casos estudados de acordo com categorias de análise pré-definidas com base na revisão bibliográfica; (iv) a partir dos resultados obtidos nas etapas anteriores, buscarei propor um modelo integrado de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto e discutir formas de incentivar e desenvolver este setor no Brasil.

3.1 Revisão Bibliográfica

A primeira parte deste trabalho consiste na revisão da literatura recente sobre a gestão de desempenho nas organizações e sobre o campo de negócios sociais e investimentos de impacto, com o objetivo de fornecer uma base teórica para o desenvolvimento do projeto.

Em primeiro lugar, são apresentadas noções básicas sobre gestão e mensuração do desempenho. Esta seção se inicia com a definição de desempenho e apresenta a evolução histórica dos SMDs, que deixaram de focar em aspectos unicamente financeiros para serem mais equilibrados e integrados com as demais áreas de dentro e fora da organização. Também são apresentadas as principais medidas financeiras utilizadas atualmente e três dos principais

SMDs presentes na literatura que englobam medidas não financeiras. Por fim, é feita uma análise crítica das vantagens e desvantagens dos modelos estudados com base no contexto atual, em que dimensões como sustentabilidade nos campos social e ambiental vêm ganhando cada vez mais importância.

Em seguida, apresenta-se a discussão presente na literatura acerca da origem e definição dos negócios sociais, destacando suas principais características e diferenças com empresas tradicionais e ONGs. Além disso, busca-se caracterizar os investidores de impacto e sua crescente relevância no Brasil e no mundo.

Por fim, são apresentadas as principais abordagens e ferramentas de mensuração e avaliação de impacto disponíveis atualmente, assim como suas vantagens e desvantagens, a fim de auxiliar na avaliação crítica do modelo proposto neste trabalho.

3.2 Estudo de casos com fundos de investimento de impacto

O estudo de casos múltiplos foi a estratégia de pesquisa escolhida principalmente devido a possibilidade de compreender com mais profundidade os principais desafios presentes na área de mensuração e avaliação de impacto das empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto. Segundo Yin (2001), o estudo de caso é um tipo de pesquisa empírica que investiga um fenômeno contemporâneo em seu contexto da vida real, geralmente quando há questões do tipo “como” e “por que”. O estudo de casos múltiplos é visto como sendo mais robusto ao seguir a lógica da replicação, sendo que cada caso deve servir a um propósito específico dentro do escopo global da investigação.

As gestoras de fundos de investimento de impacto escolhidas para o estudo foram a Kaeté Investimentos, MOV Investimentos e Vox Capital. Todos os casos possuem menos de 10 anos de operação e estão cadastrados como gestores de Fundos de Investimento em Participação na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A seleção foi feita de modo que todos os casos juntos tivessem investidas com atuação em todas as regiões do Brasil e em diversos setores da economia.

A coleta de dados foi realizada por meio de uma série de entrevistas qualitativas com pontos focais em cada fundo, apoiadas por um roteiro semiestruturado (disponível no Apêndice A), no qual o entrevistador pode acrescentar perguntas de esclarecimento. Neste tipo de entrevista cada entrevistado fornece muito mais informações, com liberdade para responder às

perguntas. A análise deste tipo de entrevista é baseada em interpretação, sumarização e integração dos dados levantados (WEISS, 1995).

Yin (2001) ressalta a importância de se utilizar outras fontes de informação que corroborem com os dados das entrevistas. Assim, também foram utilizados documentos encontrados na internet, como formulários de referência, artigos, etc., ou fornecidos pelos fundos, no caso de apresentações e relatórios institucionais.

3.3 Análise comparativa dos casos estudados

O método comparativo foi utilizado com o objetivo de buscar certos padrões ou regularidades na forma de avaliação de impacto dos casos estudados, de forma a enfatizar semelhanças nas abordagens e ferramentas utilizadas, assim como nas tendências do setor levantadas na revisão bibliográfica. Com isso, será possível analisar e discutir a forma de avaliação de impacto de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil.

Bulgacov (1998) resume o método comparativo de investigação como a comparação de um grupo de organizações de forma sistemática para estabelecer relações entre suas variáveis ou categorias analíticas. Assim, ele permite a apuração de similaridades e diferenças entre as organizações. Em estudos específicos, a análise comparativa permite críticas e novas proposições aos modelos dominantes, justamente ao ampliar a abrangência da investigação para novas variáveis além daquelas estabelecidas genericamente para todas as organizações em estudo.

No contexto deste trabalho, foram definidas categorias analíticas que remetem ao ciclo de investimentos dos fundos, de forma a guiar a análise comparativa dos casos estudados. O objetivo é se obter uma visão mais completa de como cada caso define e analisa o impacto de suas investidas em cada uma dessas categorias de análise.

Isto foi feito por meio da priorização de etapas do investimento a partir da tabela 8, que apresenta as principais perguntas que guiam os investidores de impacto na seleção de métricas em cada etapa do seu ciclo de investimento.

Tabela 8 - Métricas no ciclo do negócio na perspectiva do investidor

	Definição de valores do investidor	Due Diligence	Teoria da Mudança	Plano de Avaliação de Impacto	Monitoramento de resultados parciais	Avaliação Final	Avaliação Ex-Post
Objetivo	Identificar metas de impacto e parâmetros para o investimento. Definir resultados a serem alcançados	Selecionar investimentos que articulem retorno-risco e impacto alinhados ao portfólio	Com o investimento definido, desenhar sua Teoria de Mudança com clara explicação de <i>outputs</i> e <i>outcomes</i>	Desenho de estratégias a serem utilizadas para conhecer o impacto do negócio	Acompanhar e comunicar resultados	Avaliar o negócio ao final do ciclo de investimento e comunicar os resultados	Acompanhar o impacto após o encerramento do investimento
Perguntas	Que valores devem orientar meu portfólio? Que resultados pretendemos alcançar com este portfólio?	Que negócios melhor respondem ao desenho do meu portfólio?	Que resultados o negócio vai gerar? Como vai gerar estes resultados? Que premissas existem?	Quais desenhos metodológicos serão utilizados para conhecer o impacto? Que informações serão coletadas? Quando?	O que está acontecendo? Que resultados estão sendo produzidos?	Quais os resultados sociais gerados? O negócio é de fato capaz de gerar transformação social?	Qual a perenidade dos resultados? O que se sustenta depois de terminado o investimento?

Fonte: Adaptado pelo autor de Brandão, Cruz e Arida (2015, p.7)

Assim, vemos que a preocupação em definir e avaliar o impacto do negócio deve estar presente não só após a realização do investimento, mas também em diversos outros momentos antes do aporte de capital. Com base nisso, foram definidas três principais etapas do ciclo de investimentos para guiar a análise comparativa deste trabalho:

- Mapeamento de oportunidades: esta etapa engloba a fase de definição de valores do investidor e também o processo inicial de busca de oportunidades de investimento nos mercados de atuação do fundo;
- Seleção e validação: esta etapa engloba as fases de *due diligence*, teoria da mudança e plano de avaliação de impacto. Assim, é nesta etapa que o fundo irá selecionar de fato qual negócio irá investir, validar sua capacidade de gerar impacto e definir como este impacto será avaliado após o investimento;
- Monitoramento: por fim, esta etapa abrange a fase de monitoramento de resultados parciais, na qual o impacto do negócio é monitorado e comunicado para os principais *stakeholders* do empreendimento.

Cabe ressaltar que as etapas de avaliação final e avaliação *ex-post* não foram priorizadas dentro do escopo deste trabalho, visto o estágio inicial do mercado de investimentos de impacto no Brasil, com poucos casos de encerramento de investimentos (ANDE, 2016). Além disso, a maioria das investidas dos fundos estudados ainda continuam em seu portfólio.

3.4 Proposta de um modelo integrado de avaliação de impacto

Com base nos resultados das etapas anteriores, será elaborado um modelo integrado com as melhores práticas de mensuração e avaliação de retorno socioambiental no mercado brasileiro de investimentos de impacto. Também será apresentada uma breve discussão sobre os pontos fortes e deficiências do modelo, servindo como base para incentivar trabalhos futuros para o desenvolvimento deste setor no Brasil.

4 LEVANTAMENTOS, ANÁLISES E RESULTADOS

Este capítulo apresenta os principais resultados deste trabalho. Em primeiro lugar, são apresentadas as três gestoras de fundos de investimento de impacto estudadas, com foco em como cada uma delas define e avalia o impacto de suas investidas. Em segundo lugar, apresenta-se a análise comparativa realizada entre os três casos estudados em cada uma das etapas priorizadas do ciclo de investimentos – mapeamento de oportunidades, seleção e validação, e monitoramento. Em seguida, é apresentado o modelo de avaliação de impacto proposto neste trabalho, juntamente com o detalhamento de suas dez dimensões. Por fim, discute-se como este modelo endereça ou não os principais desafios do setor de investimentos de impacto levantados no Capítulo 1 (Introdução).

4.1 Estudo de casos com fundos de investimento de impacto

Nesta seção são apresentados e discutidos os dados dos três casos estudados. Em primeiro lugar, faz-se uma breve descrição do fundo (história, missão, critérios de investimento, número de funcionários, etc.). Em seguida, são apresentadas as empresas do seu portfólio. Por fim, discute-se quais abordagens e ferramentas cada fundo utiliza para avaliação do impacto socioambiental, desde a fase de prospecção e mapeamento de oportunidades no mercado até o monitoramento e avaliação de suas investidas.

4.1.1 Kaeté Investimentos

4.1.1.1 Contexto organizacional

Fundada em 2011, a Kaeté Investimentos é a gestora do Fundo Empresas Sustentáveis da Amazônia – o primeiro fundo de *Private Equity* focado em pequenas e médias empresas da Amazônia brasileira e baseado nos princípios socioambientais de investimento de impacto, viabilizado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

A missão da Kaeté é “oferecer oportunidades únicas para investimentos, gerando lucro e, ao mesmo tempo, criando impacto social e ambiental positivo em algumas das regiões do Brasil mais carentes de recursos financeiros”. Assim, a empresa realiza investimentos minoritários em negócios de médio porte com potencial de crescimento, de acordo com os seguintes critérios:

- Foco nos mercados e consumidores de baixa renda: os investimentos da Kaeté se concentram nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste (o fundo atual investe em empresas da Amazônia Legal), tipicamente nos municípios entre os 30% mais baixos na classificação do índice de desenvolvimento humano (IDH);
- Geração de riqueza e renda: os modelos de negócio priorizados devem ter impacto econômico e social relevante nas regiões com limitação de acesso a empregos e atividades empreendedoras, beneficiando famílias de baixa renda e cooperativas ali presentes;
- Mitigação de mudanças climáticas: os negócios devem promover o uso sustentável e otimizado dos recursos naturais.

Seus investimentos variam de R\$ 5 milhões a R\$ 25 milhões por empresa, podendo ser estruturados como dívida conversível ou participação acionária. O fundo conta com R\$ 100 milhões de recursos financeiros sob administração, a serem aplicados em setores prioritários de investimento, como agroindústria, imobiliário, educação, energia, saúde e infraestrutura. Desde 2011, a Kaeté é signatária dos Princípios para Investimento Responsável (PRI) da ONU.

Atualmente, a Kaeté conta com cinco funcionários (quatro sócios e um associado). O ponto focal deste trabalho foi o sócio Nataniel Simon, atuante no mercado de *Private Equity* há mais de 10 anos e formado em Engenharia de Computação pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

4.1.1.2 Portfólio

O fundo já aprovou investimentos em quatro empresas, sendo três delas localizadas no estado do Acre no modelo de parceria público-privado-comunitária e outra no estado do Tocantins.

- **Acreaves:** Fundada em 2004 na região do Alto Acre, a Acreaves é uma empresa de processamento de aves que tem como sócia a cooperativa dos produtores de frango da região (Agroaves). A inclusão dos agricultores familiares na cadeia de valor da empresa

cria uma alternativa de renda proveniente de uma atividade que não promove o desmatamento na região, além de dinamizar a economia do Alto Acre. Atualmente a empresa conta com um incubatório, fábrica de rações, galpões e fábrica de embutidos, estabelecendo um complexo agroindustrial de aves. Também é importante ressaltar o investimento da empresa em tecnologia, adotando técnicas e instalações modernas de criação, fazendo com que a empresa atenda 40% do mercado de frangos congelados e 100% da demanda de frangos resfriados do Acre, com planos para expansão internacional;

- **Dom Porquito:** Fundada em 2013 também no estado do Acre, a empresa atua na produção de suínos, com uma unidade produtora de leitões, galpões de engorda em parceria com os agricultores familiares e um frigorífico. A Cooperativa de Suinocultores do Acre é sócia do empreendimento, revertendo diretamente a rentabilidade do negócio para os pequenos e médios produtores integrados. De fato, o governo do Acre foi quem garantiu os investimentos iniciais necessários para criação da empresa, baseado na premissa de forte envolvimento dos agricultores familiares da região;
- **Peixes da Amazônia:** Também no modelo de parceria público privada comunitária, a empresa foi criada em 2011 no Acre para reprodução e processamento de peixes nativos da Amazônia. Atualmente, a Peixes da Amazônia possui um centro de alevinagem, uma fábrica de rações e um frigorífico de processamento de pescado, sendo a engorda dos peixes realizada por famílias locais para as quais a empresa fornece alevinos e ração, assistência técnica para produção e garantia de compra de todo o pescado produzido. A cooperativa regional de piscicultores é sócia do empreendimento, juntamente com a agência de desenvolvimento estadual e investidores privados;
- **Tobasa Bioindustrial:** Fundada em 1968 no estado do Tocantins, a Tobasa é uma biorefinaria que se destaca pela inovação no desenvolvimento da cadeia de suprimento e no aproveitamento integral do coco de babaçu, produzindo carvão ativado, óleo, torta proteica, biomassas energéticas, farinhas amiláceas e álcool amiláceo. Com a tecnologia de aproveitamento integral do coco, a empresa evita o trabalho manual e insalubre de quebra do coco de babaçu, afetando diretamente os cerca de 2.000 extrativistas envolvidos na coleta do coco inteiro na floresta. Atualmente a Tobasa Bioindustrial é o único complexo industrial do gênero existente no país e possui a maior fábrica de carvão ativado de coco da América Latina.

4.1.1.3 Avaliação de impacto

A Kaeté atua em regiões fora dos principais centros de desenvolvimento do Brasil, com baixa disponibilidade de capital para investimentos. O fundo realiza um trabalho de prospecção ativa junto a empreendedores e contatos nas regiões em que atua a fim de identificar modelos de negócio que promovam o crescimento econômico sustentável e a geração de empregos.

As empresas prospectadas passam então por uma análise mais detalhada a fim de verificar sua aderência com os critérios de investimento do fundo. Além da análise financeira, a Kaeté também faz uma análise do ambiente macroeconômico e político das regiões em que suas empresas-alvo atuam, de forma a avaliar a perspectiva de crescimento do mercado, riscos e sustentabilidade do modelo de negócio no longo prazo. Esta pesquisa setorial é feita por meio da análise de pesquisas acadêmicas e estudos setoriais relacionados com a área de atuação da empresa, assim como a realização de visitas locais, entrevistas com especialistas e demais *stakeholders* do negócio e contratação de consultorias especializadas quando necessário.

Assim, com base no aprendizado sobre a empresa, o fundo constrói um posicionamento de negócio social junto com o empreendedor, buscando identificar indicadores específicos para aquele negócio que justifiquem sua capacidade de gerar impacto socioambiental de forma sustentável. Apesar dos KPIs de impacto serem diferentes para cada empresa, a Kaeté busca selecionar e priorizar os indicadores que são mais relevantes para cada modelo de negócio com base nas seguintes dimensões de seus critérios de investimento:

- Geração de riqueza e renda para os menos favorecidos: (i) acesso à energia, (ii) acesso a serviços financeiros, (iii) acesso a melhorias na educação, (iv) acesso à informação, (v) produtividade agrícola, (vi) capacitação profissional, (vii) geração de empregos e (viii) crescimento de renda/produtividade;
- Melhorias do bem-estar para pessoas mais necessitadas: (i) acesso à água, (ii) acesso a moradia, (iii) mitigação e prevenção de doenças, (iv) igualdade social, (v) segurança alimentar e (vi) acesso a saúde;
- Mitigação das mudanças climáticas: (i) conservação da biodiversidade, (ii) eficiência energética, (iii) conservação e uso mais eficiente dos recursos naturais, (iv) gestão de resíduos e prevenção a poluição, (v) uso sustentável da terra e (vi) gestão dos recursos hídricos.

Uma vez realizado o investimento, a Kaeté monitora a evolução dos indicadores de impacto em relatórios trimestrais. Além disso, o fundo também conta com parceiras com universidades locais, as quais realizam alguns estudos acadêmicos de avaliação do impacto gerado pelas empresas investidas.

A tabela abaixo apresenta dois exemplos de indicadores que a Kaeté acompanha nas empresas Peixes da Amazônia, Acreaves e Dom Porquito no âmbito de geração de riqueza e renda aos menos favorecidos. A gestora acompanha o alcance das operações de cada empresa na região em que atua por meio do número de famílias integradas, comparando com o potencial estimado para cada uma delas. Além disso, o impacto da geração de renda é definido como o aumento da renda média familiar dos integrados, atualmente bem superior à renda média familiar do município de atuação das empresas.

Tabela 9 - Exemplo de indicadores da Kaeté

Empresa	Famílias Integradas		Impacto na Renda Familiar (R\$/mês)		
	Atual	Potencial	Renda Média Municipal	Renda Média Integrado	% crescimento
Peixes da Amazônia	500	2500	980.00	1,800.00	83%
Acreaves	100	200	1,040.00	2,500.00	140%
Dom Porquito	30	400	750.00	3,200.00	326%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da Kaeté

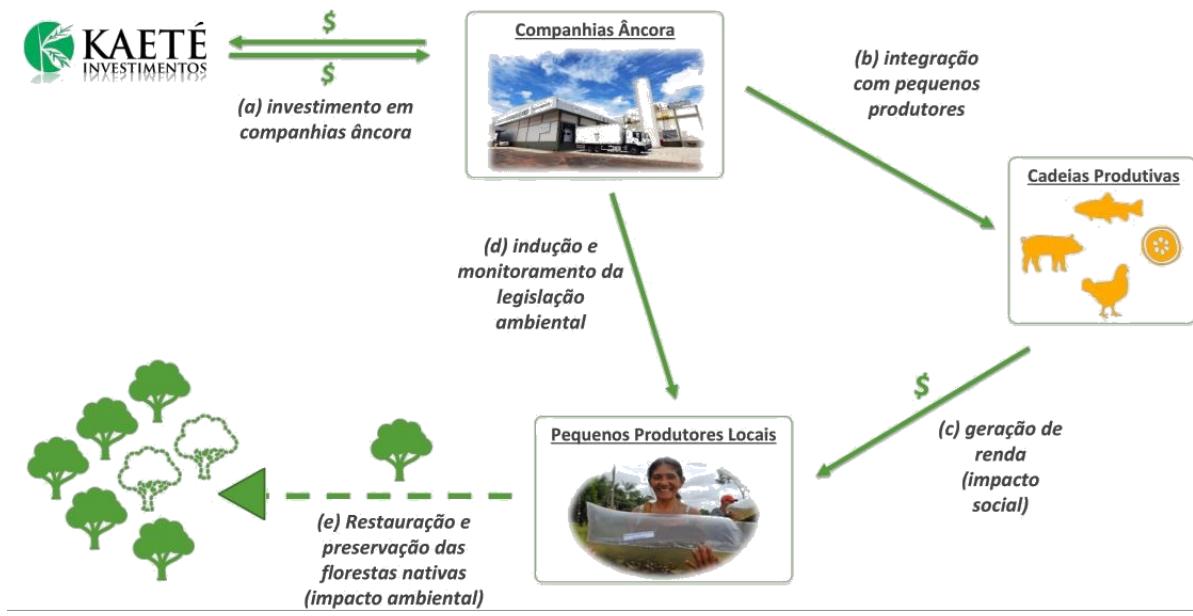
A Kaeté também trabalha no mapeamento de como cada empresa de seu portfólio atua para o alcance dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, de forma a referenciar os indicadores que avaliam com a abordagem global da ONU e aprimorar a comunicação de seus resultados.

Como ferramenta complementar, a Kaeté utiliza as certificações do *B Lab* para avaliação de impacto. As empresas de seu portfólio são avaliadas para receberem a certificação de empresas B e a própria Kaeté, como gestora, é certificada como empresa B.

Por fim, cabe destacar o modelo inovador utilizado pela Kaeté de parcerias público-privado-comunitárias nas cadeias de produção de proteína animal na Amazônia (representadas pela Acreaves, Dom Porquito e Peixes da Amazônia). Esta abordagem já validada pelos casos da Kaeté atua como uma estratégia para redução do desmatamento através da integração de pequenos produtores locais nestas cadeias de valor, diminuindo o incentivo de novos desmatamentos para o desenvolvimento de outras atividades produtivas.

A figura 8 resume o funcionamento deste modelo, chamado de *Investment Logic Map*.

Figura 8 - *Investment Logic Map*



Ele promove o alinhamento de interesses entre todos os envolvidos: (a) ao investir nas empresas âncora, a Kaeté trabalha pelo desenvolvimento da empresa; (b) as empresas âncora integram os pequenos produtores em sua cadeia de valor como fornecedores dos animais após o processo de engorda; (c) isso gera uma nova fonte de renda para diversas famílias locais; (d) os integrados devem seguir a legislação ambiental e são monitorados pelas empresas âncora; (e) o acesso a novas fontes de renda, junto com treinamento e monitoramento de suas atividades, impedem que produtores locais tenham que desmatar florestas nativas, gerando impacto ambiental positivo.

Outro ponto importante no modelo se refere à participação acionária das cooperativas de produtores nas empresas âncora, garantindo que o sucesso financeiro e decisões da empresa também beneficiem os próprios integrados.

4.1.2 MOV Investimentos

4.1.2.1 Contexto organizacional

Fundada em 2012, a MOV Investimentos é uma organização que atua para reduzir as desigualdades sociais e reverter a degradação ambiental no Brasil. Atualmente, ela busca esse objetivo por meio da gestão de fundos de investimentos de impacto, que visam oferecer a seus investidores retorno financeiro e impacto socioambiental. Sua missão é “investir e co-criar

empresas inovadoras que ofereçam oportunidades a uma população menos favorecida e/ou promovam o uso sustentável de recursos naturais”. A empresa realiza investimentos de acordo com os seguintes critérios:

- Impacto bem definido: os negócios devem ter claro potencial de impacto social (servindo aos menos favorecidos como ferramentas de transformação) e/ou ambiental (gerindo ativos ambientais para um desenvolvimento mais limpo e inclusivo);
- Virtuosismo Econômico: é necessário haver um forte modelo de negócio com vitalidade econômica para atrair capital humano e financeiro na criação de círculos virtuosos de crescimento sustentável;
- Empreendedores alinhados: a MOV investe em pessoas com forte espírito empreendedor, capacidade de execução e alinhadas com sua visão – a de “ser um agente relevante e inspirador no processo de transição para um viver mais harmônico e equilibrado”;
- Escalabilidade: os negócios devem possuir potencial de escala significativa, produzindo mudanças estruturais para mudar o *status quo*;
- Inovação: é importante enxergar problemas a partir de novas lentes, criando produtos e serviços inovadores como ferramentas transformadoras.

As principais áreas de investimento são educação, habitação, florestas e biodiversidade, energias renováveis e reciclagem. A MOV é um investidor ativo que atua de forma bastante próxima dos empreendedores no desenvolvimento das empresas. Além do capital financeiro, ela contribui (i) com uma ampla rede de relacionamentos, (ii) com expertise para análises de investimentos e gestão de riscos, (iii) para a construção de uma boa governança, (iv) com uma visão estratégica e de longo prazo e (v) análise e mensuração de impacto.

Atualmente, a MOV conta com seis funcionários (quatro sócios, uma coordenadora e um estagiário). O ponto focal deste trabalho foi o sócio Denis Nakahara, formado em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo com pós-graduação em finanças corporativas e *banking* pelo Insper e com experiência em empresas como Raízen, Banif e Totvs.

4.1.2.2 Portfólio

No final de 2016, a MOV contava com 5 empresas no seu portfólio, detalhadas a seguir:

- **Biofílica:** Fundada em 2008, a Biofílica é uma empresa brasileira que atua na implementação de modelos de conservação de florestas, buscando monetizar o valor da floresta em pé através de créditos ambientais tais como REDD+ (redução das emissões por desmatamento e desflorestamento) e CRL (certificados de reserva legal). A empresa investe em pesquisas científicas e monitoramento da biodiversidade, imageamento de terrenos e desenvolvimento socioeconômico das comunidades ali inseridas, evitando invasões e o desmatamento ilegal. A Biofílica também possui participação na Audsat, uma empresa que busca oferecer soluções de mitigação de riscos no crédito e seguro agrícola e compliance ambiental, através do monitoramento de propriedades rurais, viabilizando a ampliação da oferta de recursos e a redução de seus custos e facilitando o acesso a novos mercados;
- **EBES:** Fundada em 2010, a EBES – Empresa Brasileira de Energia Solar – oferece soluções inovadoras de financiamento, EPC e sistemas fotovoltaicos. A empresa possui três unidades de negócio: (i) EBES DevCo, que fornece soluções de energia solar distribuída; (ii) uma gestora de ativos que busca trazer inovação financeira na prestação de serviços e fornecimento de equipamentos para a indústria de energia solar e (iii) a Sollar, uma empresa que fornece soluções energéticas para famílias de baixa renda;
- **Terra Nova:** Fundada em 2001, a Terra Nova atua com a mediação de conflitos humanos para a regularização fundiária de áreas urbanas particulares ocupadas irregularmente, sendo a única empresa brasileira especializada neste tipo de serviço. Presente nos estados do Paraná, Rondônia e São Paulo, a empresa atua na mediação dos interesses entre proprietários e ocupantes permitindo que as famílias envolvidas obtenham acesso por si mesmas ao título de propriedade dos lotes onde vivem, respeitando diretrizes urbanísticas e ambientais ditadas pela legislação vigente;
- **Triciclos:** Fundada em 2009 no Chile, a Triciclos é uma empresa atua para a construção de um mundo sem lixo. Atualmente, ela opera a maior rede de estações de coleta seletiva (Pontos Limpos) na América Latina. A maior parte da operação dessas estações envolve cooperativas de catadores de lixo dignificando o trabalho e a vida dessa população. Além disso, ela atua em soluções de economia circular aplicada;
- **Tuneduc:** Fundada em 2012, a Tuneduc oferece ferramentas de análise de dados de desempenho de alunos para instituições de ensino públicas e privadas, a fim de construir uma gestão pedagógica com foco em resultado. A empresa reúne indicadores em

plataformas online, desenvolvidas minuciosamente para escolas, redes, sistemas de ensino e secretarias de educação, fundamentando a tomada de decisões pedagógicas.

4.1.2.3 Avaliação de impacto

A MOV desenvolveu uma abordagem de investimento de impacto de forma a analisar os investimentos e mensurar a efetividade de cada um deles do ponto de vista da geração de impacto. O modelo (figura 9), desenvolvido pela MOV, ilustra esta abordagem, que vai desde o mapeamento de oportunidades no mercado até o monitoramento e avaliação do impacto das empresas investidas pela MOV:

Figura 9 - Abordagem de investimento de impacto da MOV



Fonte: MOV (2016)

A MOV atua em setores com alta escalabilidade, em problemas intrinsecamente relacionados com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU. O processo de mapeamento de oportunidades ou prospecção de novos negócios envolve a identificação, segmentação e quantificação do tamanho da necessidade ou oportunidade em seu contexto geográfico no Brasil. Isto é feito por meio de estudos de mercado e pesquisas setoriais, além do contato com diversos atores do ecossistema de finanças sociais e negócios de impacto, como incubadoras e aceleradoras, universidades, especialistas do setor, entre outros.

Uma vez identificado um modelo de negócio com potencial de atender aos critérios de investimento da MOV, inicia-se a etapa de análise do investimento, na qual é elaborado um plano de negócios mais detalhado. Em conjunto com o time da empresa sendo analisada, a

MOV usa a abordagem da Teoria da Mudança para identificar e detalhar o impacto socioambiental daquele modelo de negócio. O objetivo é ter, em última instância, um mapa de impacto que inclua os *outputs* (resultados imediatos das atividades da empresa), atividades e atores relevantes para fortalecimento do ecossistema no qual a empresa atua e, por fim, os *outcomes* (consequências de uma série de ações da empresa e dos *stakeholders* no ecossistema). Este mapa de impacto é uma ferramenta central para definição do impacto e para orientar sua mensuração, servindo como guia para a empresa de como gerar uma contribuição relevante para o alcance do ODS em questão.

Uma vez que a empresa entre para o portfólio da MOV, o fundo realiza o monitoramento e avaliação constante de *outputs* e *outcomes* através de acompanhamentos mensais, reuniões de conselho de administração, comitês específicos ou mesmo reuniões informais. A mensuração dos indicadores definidos em geral é feita pelo fundo em conjunto com a empresa ou por parceiros (organizações terceiras independentes capazes de realizar análises de maneira mais detalhada, como consultorias, universidades, etc.).

A tabela 10 apresenta alguns exemplos de indicadores utilizados para mensurar *outputs* das empresas investidas pela MOV, juntamente com metas a serem alcançadas nos períodos definidos.

Tabela 10 - Exemplos de indicadores da MOV

Empresa	Indicadores	Valor	Meta
Biofílica	Área protegida (mil hec)	1.221	5.304 a ser alcançado em 2024
EBES	Capacidade Instalada Vendida Acumulada (MWp)	4,0	298 a ser alcançado em 2020
Terra Nova	Número de famílias em titulação (mil)	12,1	35,4 a ser alcançado em 2022
TriCiclos	Volume de material reciclado (mil ton)	17,0	133,2 a ser alcançado em 2019
Tuneduc	Número de estudantes em escola pública alcançados (mil)	3.346	6.359 a ser alcançado em 2023

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da MOV

A MOV também conta com certificações do *B Lab* como ferramenta complementar de avaliação de impacto, muito importante por ser realizado por uma organização independente e estruturada de forma mais geral, o que permite a comparação entre diferentes fundos. A MOV, como gestora, é uma empresa B e o FIP MOV 1 (Fundo de Investimento em Participações

MOV 1) é certificado pelo GIIRS e foi selecionado como *Best for the World Fund* em 2015 e 2016.

Por fim, vale ressaltar que parte da remuneração da MOV é atrelada à performance de impacto socioambiental de suas investidas. Neste caso, além da taxa fixa de administração de recursos, o gestor também é remunerado caso o retorno de sua carteira atinja determinado benchmark e alcance metas socioambientais aprovadas em assembleia de quotistas do fundo. Assim, há um forte alinhamento de expectativas e resultados – tanto financeiras quanto socioambientais – de todos os *stakeholders* do fundo (quotistas, gestor e empreendedores/investidas).

4.1.3 Vox Capital

4.1.2.1 Contexto organizacional

Fundada em 2009 como a primeira gestora de investimentos de impacto do Brasil, a Vox Capital busca investir em negócios inovadores que fornecem soluções para problemas reais da população de baixa renda. Sua missão, como gestora, é “criar um mundo em que negócios são agentes de transformação social positiva”.

Atuando nos setores de saúde, educação e serviços financeiros, a Vox busca negócios que corroborem para a maximização da qualidade de vida e do bem-estar, o desenvolvimento do potencial humano e a construção de novos paradigmas em serviços financeiros. Assim, investe em negócios sediados no Brasil que tenham: (i) tecnologias inovadoras; (ii) produto desenvolvido; (iii) equipe constituída; (iv) canais de distribuição mapeados; (v) receita qualificada e (vi) foco em crescimento e em atributos que destravem novas fontes de receita. Os investimentos são feitos por aporte de capital financeiro e intelectual em troca de 20% a 35% de participação acionária na empresa.

Atualmente, a Vox conta com 10 funcionários (5 sócios, 1 coordenadora, 3 analistas e 1 assistente administrativa). O ponto focal deste trabalho foi a coordenadora Jéssica Rios, formada em Administração de empresas pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e com experiência de 8 anos em consultoria na área de operações.

4.1.2.2 Portfólio

A Vox possui 7 empresas ativas em seu portfólio, detalhadas a seguir:

- **Avante:** A Avante é uma empresa de soluções financeiras para micro e pequenos empreendedores em regiões de baixa renda, principalmente no nordeste brasileiro, presente em 3 estados e mais de 100 cidades. Atuando na distribuição de microcrédito produtivo e orientado, e meios de pagamento, o objetivo da empresa é facilitar a vida do microempreendedor. A empresa combina tecnologia (*tablets* e automação da rotina dos agentes, *credit scoring* próprio e meios de pagamento) com orientação ao microempreendedor e distribuição direta junto aos clientes, por meio de uma equipe própria de mais de 120 agentes de crédito, residentes nas regiões onde atuam;
- **Magnamed:** A Magnamed é uma empresa que desenvolve, monta e comercializa equipamentos médicos hospitalares para o mercado de cuidados críticos, especializada em ventilação pulmonar. Destaca-se no desenvolvimento de equipamentos médicos hospitalares de alta tecnologia, eficiência e qualidade, que ajudam a preservar vidas, contribuindo para o aumento da disponibilidade de leitos e para a redução das mortes em transporte ambulatorial. O portfólio atual de produtos conta com ventiladores pulmonares estacionários utilizados em leitos de UTI e ventiladores pulmonares de transporte utilizados em remoções emergenciais. Seus equipamentos foram desenvolvidos para atender a necessidade de hospitais de países emergentes, unindo tecnologia e usabilidade. A interface foi construída para apoiar o profissional de saúde na parametrização das necessidades do paciente, além de possuírem maior disponibilidade de bateria e garantia de manutenção e reposição de peças, favorecendo o funcionamento em um contexto de poucos recursos, como o encontrado no sistema público de saúde;
- **Aondê Educacional:** A Aondê é uma empresa de educação e tecnologia que combina ferramentas tradicionais e modernas em uma plataforma transmídia, utilizando os benefícios do *storytelling* e da gamificação para ajudar a solucionar as principais lacunas educacionais e criar uma melhor experiência de aprendizagem. A empresa oferece a metodologia de ensino inovadora (Coneeturma), voltada para a aprendizagem de língua portuguesa, matemática e competências socioemocionais, reunindo livros didáticos, plataforma digital adaptativa e gamificada, desenhos animados, músicas e fantoches cuidadosamente combinados para aumentar a motivação, o interesse e a concentração de crianças de 3 a 11 anos de idade. Os materiais adequam-se a diferentes contextos e o seu uso faz com que crianças, professores e famílias tenham uma experiência educacional mais interativa e relevante;

- **TEM:** A TEM é uma empresa que atua como uma administradora de cartões pré-pagos de uso exclusivo para pagamentos de serviços de saúde e bem-estar prestados pela rede credenciada da empresa. A TEM oferece para os seus clientes acesso a uma rede de benefícios em serviços de saúde como atendimentos e exames médicos de baixo custo (até 70% mais baratos) e descontos em medicamentos. O modelo de negócios da empresa é baseado em três pilares: (i) credenciamento de rede; (ii) intermediação de pagamentos e (iii) gestão de rede de beneficiários;
- **Tamboro:** A Tamboro é uma empresa que desenvolve plataformas educacionais e *games* de aprendizagem para melhorar a educação e habilidades socioemocionais em adolescentes, jovens e adultos. Com uma plataforma on-line e utilizando um sistema capaz de acompanhar e avaliar a evolução do usuário, a Tamboro tem seu foco no desenvolvimento das habilidades e competências como resolução de problemas, criatividade, capacidade de comunicação, entre outras, essenciais tanto no mercado de trabalho, quanto na vida pessoal e social dos jovens. A Tamboro busca, por meio de suas soluções, formar pessoas cada vez mais capacitadas para construir um mundo melhor;
- **ToLife:** A ToLife é uma empresa especializada no desenvolvimento de soluções para reduzir o tempo de atendimento em unidades de saúde, baseada em tecnologias e serviços que automatizam os processos de admissão de pacientes, otimizam a classificação de risco clínico em urgências e emergências, e melhoram a gestão de fluxo de atendimentos e tomada de decisão baseadas em dados. Seu principal produto é o posto de triagem Trius, um equipamento de interface com o enfermeiro responsável pela triagem, o qual integra em sua plataforma *hardware*, *software*, insumos e serviços voltados para a redução das filas de espera;
- **ProRadis:** A ProRadis é uma empresa de tecnologia com foco em otimizar o uso de recursos no setor de saúde brasileiro. A empresa trabalha na redistribuição do excesso de capacidade de serviço de clínicas privadas de saúde, que possuem interesse em ofertar atendimento médico de baixo custo para a população brasileira sem plano de saúde. Seu portfólio é composto por duas linhas de negócio: o SmartRIS, *software* on-line para gestão de clínicas de saúde, e o ExamineJá, *marketplace* on-line de atendimento médico de baixo custo. A tese de impacto da Vox está voltada para a linha de negócios ExamineJá, considerando o potencial do negócio em reduzir a lacuna entre a oferta e demanda na prestação de serviços de saúde às classes C, D e E.

4.1.2.3 Avaliação de impacto

A Vox também possui uma abordagem de impacto social de forma a analisar os investimentos e mensurar a efetividade de cada um deles do ponto de vista da geração de impacto. O modelo abaixo (figura 10), desenvolvido pela Vox, ilustra esta abordagem, que se inicia com a tese de investimento do fundo e vai até a fase de pós-investimento, com a gestão do portfólio.

Figura 10 - Abordagem de impacto social da Vox Capital



Fonte: Vox Capital (2017)

O processo de prospecção de novos negócios na Vox considera oportunidades que estejam relacionadas com a tese de investimento do fundo, que serve como principal diretriz para qual tipo de modelo de negócio o fundo irá investir. Com base em estudos setoriais, pesquisas e artigos acadêmicos, a Vox priorizou três setores da economia e as principais lacunas (problemas a serem resolvidos) em cada um deles para embasar sua tese de investimento. Assim, o fundo busca investir em negócios que gerem impacto positivo nas seguintes áreas:

- Maximização da qualidade de vida e do bem-estar (saúde): Estratégias de prevenção e atendimento à saúde mental e bucal; combate aos fatores de risco das doenças crônicas não transmissíveis, assim como diagnóstico e acompanhamento destas condições;

eficiência e resolutividade aplicadas à gestão da saúde; capacitação de profissionais de saúde; soluções para evitar disseminação de doenças transmissíveis;

- Desenvolvimento do potencial humano (educação): Cuidados na primeira infância; aprimoramento da qualidade e do engajamento na educação básica; ensino profissionalizante diferenciado e efetivo; ensino de habilidades e competências necessárias para cidadãos do século XXI; formação sólida de professores e gestores escolares;
- Construção de novos paradigmas em serviços financeiros: Produtos financeiros inovadores e transparentes; modelos de distribuição de serviços financeiros acessíveis; soluções para redução do endividamento; proteção patrimonial e de ativos familiares; inclusão financeira.

Uma vez identificado um modelo de negócio que possa contribuir para melhorar as formas atuais de prestação de serviços nestas áreas, o fundo passa para uma análise mais profunda do impacto que a empresa gera e de sua missão social. Esta fase de avaliação de investimentos é composta por diversas análises, que vão sendo aprofundadas conforme o negócio avança do funil de avaliação do fundo.

Em primeiro lugar, são definidas hipóteses de impacto específicas de como o negócio pode responder à tese de investimento do fundo. Também são realizadas entrevistas com beneficiários finais para validação de campo de algumas premissas, a fim de verificar de forma preliminar se de fato aquele negócio gera impacto positivo real para seus clientes.

Além disso, a Vox mapeia como cada negócio pode ajudar no alcance de metas específicas dos ODS da ONU. Os ODS apoiam a comunicação a respeito dos objetivos de impacto social inclusos no portfólio da Vox, alinhando sua atuação com a agenda global de desenvolvimento sustentável.

Em seguida, as principais partes interessadas da empresa (liderança e profissionais-chave, especialistas, membros da Vox, clientes, entre outros) se reúnem para debater o propósito/missão da empresa e, com base na abordagem da Teoria da Mudança, criar um mapa lógico organizado em *inputs, outputs, outcomes* e impacto social final que aquele modelo de negócio pode ajudar a alcançar. É baseada neste mapa lógico que a Vox define indicadores de mensuração de impacto específicos para aquele negócio, com os quais poderá realizar o monitoramento pós-investimento. Quando possível, também incorpora dados históricos da empresa para avaliar a evolução destes indicadores.

A tabela 11 apresenta alguns exemplos de indicadores utilizados para mensurar *outputs* das empresas investidas pela Vox.

Tabela 11 - Exemplos de indicadores da Vox

Empresa	Indicadores	Valor (Jan-Dez 2016)	Valor (Jan-Jul 2017)
Aondê Educacional	Número de alunos alcançados na rede pública	1.272	1.764
Tamboro	Número de alunos alcançados na rede pública	6.931	5.135
Magnamed	Total de atendimentos realizados (mil)	976,2	1.034,2
ProRadis	Usuários cadastrados no ExamineJá	26.891	32.389
TEM	Economia média dos usuários que fizeram uso (R\$)	458	406
ToLife	Quantidade média mensal de triagens	270.237	145.897
Avante	Volume de microcrédito concedido (R\$ mil)	65.770	52.358

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da Vox

Depois que a empresa recebe o investimento da Vox, o fundo realiza uma série de atividades para monitoramento e avaliação do impacto gerado, de forma a apoiar a condução do propósito social como a principal diretriz do negócio.

Assim, em conjunto com a empresa investida, a Vox define metas para os indicadores de impacto social definidos juntamente com planos de ação para alcançá-las. O monitoramento é feito em conjunto com a equipe executiva, que em última instância são os responsáveis por coletar os dados e divulgar os resultados de suas operações. Em geral a Vox possui um lugar no conselho de administração de suas investidas, onde é possível inserir indicadores de impacto na pauta de discussões do conselho e ressaltar sua importância para tomada de decisões estratégicas da empresa.

Também é importante ressaltar a necessidade de atualizar a teoria da mudança e os indicadores de acompanhamento das investidas ao longo do tempo, na medida em que a evolução do modelo de negócio e o grau de maturidade da empresa justifiquem mudanças importantes no modo como o impacto é definido e avaliado.

Além disso, como forma de tornar mais tangível o impacto qualitativo das empresas investidas, a Vox produz estudos de caso por meio de entrevistas qualitativas junto a beneficiários finais da empresa, como forma de avaliar, documentar e comunicar melhorias na qualidade de vida das pessoas, bem-estar, etc.

A Vox está estudando a possibilidade de fazer uma avaliação de impacto em profundidade em uma das empresas de seu portfólio. Neste tipo de avaliação, a ser realizada por uma organização terceira, são usados grupos de controle para comparar o impacto gerado

com grupos de beneficiários do negócio. Por se tratar de um método mais avançado e complexo de mensuração de impacto, ele não é aplicável a todas as empresas, sendo necessário avaliar os objetivos do estudo com as necessidades e nível de maturidade de cada negócio.

No que tange às certificações, como gestora de investimentos, a Vox é certificada como empresa B. Além disso, seus dois fundos de investimento fazem a avaliação do GIIRS anualmente.

Por fim, vale ressaltar que a remuneração variável da Vox leva em conta também o impacto social de seu portfólio ao ser atrelado ao desempenho do portfólio do fundo no critério Clientes da certificação GIIRS. Este critério avalia empresas cujo produto ou serviço é feito para endereçar um problema social específico de seus clientes, como saúde ou educação, examinando até que ponto o produto/serviço beneficia as comunidades desfavorecidas.

Além da taxa fixa de administração calculada sobre o montante anual de capital comprometido do fundo, a taxa de performance é calculada sobre o montante excedente após todos os cotistas terem recebido seu capital investido de volta corrigido por um índice de retorno financeiro. Esta taxa, que pode chegar até 20%, é composta por dois componentes:

- i. Desempenho financeiro, igual à 10% do excedente;
- ii. Impacto social, igual a mais 10% do excedente, caso o desempenho financeiro tenha sido atingido e a pontuação média do fundo no critério Clientes do GIIRS *Impact Fund Rating* seja superior aos *benchmarks* do GIIRS.

4.2 Análise comparativa dos casos estudados

Esta seção apresenta a análise comparativa dos três casos estudados ao longo das três etapas priorizadas do ciclo de investimentos: mapeamento de oportunidades, seleção e validação, e monitoramento. Com isso, busca-se discutir a forma de avaliação de impacto das empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil, embasando a análise com as principais informações levantadas na Revisão Bibliográfica (Capítulo 2).

Como ponto de partida, a tabela 12 foi elaborada com o objetivo de resumir as principais atividades realizadas pelos casos estudados para avaliar o impacto gerado pelas empresas em seu portfólio. Foram consolidadas as informações gerais de cada gestora e suas principais práticas em cada categoria de análise.

Tabela 12 - Quadro-resumo dos casos estudados

		Kaeté Investimentos	MOV Investimentos	Vox Capital
Ano de fundação		2011	2012	2009
Dados gerais	Missão	"Oferecer oportunidades únicas para investimentos, gerando lucro e, ao mesmo tempo, criando impacto social e ambiental positivo em algumas das regiões do Brasil mais carentes de recursos financeiros"	"Investir e co-criar empresas inovadoras que ofereçam oportunidades a uma população menos favorecida e/ou promovam o uso sustentável de recursos naturais"	"Criar um mundo em que negócios são agentes de transformação social positiva"
	Principais setores atuais de atuação	Bio/Agroindústria	Educação, energia, florestas & biodiversidade, habitação, reciclagem	Educação, saúde, serviços financeiros
	Número de empresas no portfólio	4 empresas	5 empresas	7 empresas
	Tamanho da equipe	5 pessoas	6 pessoas	10 pessoas
Categorias analíticas	Mapeamento de oportunidades	- Foco em regiões de baixa renda, fora dos principais centros de desenvolvimento do Brasil; - Prospecção ativa junto a empreendedores e contatos do fundo nas regiões em que atuam	- Foco em setores com alta escabilidade, relacionados com ODS específicos da ONU; - Identificam, segmentam e quantificam tamanho da oportunidade em seu contexto geográfico no Brasil, via estudos setoriais, pesquisas acadêmicas e contatos com atores do ecossistema de finanças sociais e negócios de impacto;	- Atuam em oportunidades relacionadas com a tese de investimento do fundo; - Priorização de lacunas nos setores de atuação com base em estudos setoriais, pesquisas acadêmicas, etc.
	Seleção e validação	- Análise do ambiente macroeconômico e político da região em que o negócio atua, via estudos setoriais, pesquisas acadêmicas, entrevistas e visitas locais; - Definição de indicadores específicos do negócio que justifiquem sua capacidade de gerar impacto socioambiental, com base em dimensões de geração de riqueza e renda para menos favorecidos, melhorias do bem-estar e mitigação de mudanças climáticas; - Utilização do <i>Investment Logic Map</i> (se aplicável)	- Elaboração do Mapa de Impacto, usando abordagem da Teoria da Mudança; - Identificação de <i>outputs</i> , atividades e atores relevantes para fortalecimento do ecossistema e <i>outcomes</i> ; - Definição de indicadores com base no mapa de impacto;	- Definição e validação de premissas (entrevistas com beneficiários) de como o negócio responde à tese de investimento do fundo; - <i>Workshop</i> de Teoria da Mudança para criar mapa lógico com <i>inputs</i> , <i>outputs</i> , <i>outcomes</i> e impacto social final que o negócio pode ajudar a alcançar; - Definição de indicadores com base no mapa lógico criado, incorporando dados históricos (se disponíveis) - Integração de resultados com ODS da ONU;
	Monitoramento e avaliação de impacto	- Monitoramento periódico de evolução dos indicadores; - Parcerias com universidades locais para realização de estudos acadêmicos de avaliação de impacto; - Integração de resultados com ODS da ONU; - Certificações (sistema B e GIIRS);	- Monitoramento periódico de evolução dos indicadores de <i>outputs</i> e <i>outcomes</i> ; - Parcerias com organizações terceiras (universidades, consultorias, etc.) para realização de estudos de avaliação de impacto; - Certificações (sistema B e GIIRS);	- Monitoramento periódico de evolução dos indicadores e metas; - Atualização da Teoria da Mudança (se aplicável); - Estudo de caso de impacto qualitativo; - Avaliação de impacto em profundidade com grupos de controle (se aplicável); - Certificações (sistema B e GIIRS);

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme visto na Revisão Bibliográfica (Capítulo 2), as limitações dos indicadores financeiros tradicionais impulsionaram o surgimento de modelos de sistema de medição do desempenho que passaram a utilizar medidas não financeiras para avaliação da performance das organizações. O BSC, por exemplo, complementa as medidas financeiras com outras três perspectivas que direcionam o desempenho da empresa: a perspectiva do cliente, dos negócios internos e da inovação e aprendizado (SOUZA, 2011).

Apesar de todos os casos estudados avaliarem métricas financeiras de seus negócios, o foco desta análise está em como cada fundo utiliza novas abordagens e medidas não financeiras para avaliar o impacto socioambiental. É justamente a dificuldade de construir indicadores de desempenho confiáveis focados na sustentabilidade em campos como social e o ambiental que requer a adoção de novas abordagens e ferramentas que avaliem a eficiência e a eficácia das ações tomadas rumo ao desenvolvimento sustentável.

Neste contexto, o desenvolvimento da capacidade de demonstrar os impactos gerados é um fator fundamental para o fortalecimento do campo dos investimentos de impacto (BRANDÃO, CRUZ e ARIDA, 2015). Assim, buscou-se analisar comparativamente cada etapa priorizada do ciclo de investimento em separado, para se obter uma visão mais completa de como a definição e análise do impacto ocorre em cada uma delas.

4.2.1 Mapeamento de oportunidades

De maneira geral, a Kaeté possui foco geográfico na busca por modelos de negócios que gerem impacto socioambiental (regiões de baixa renda, fora dos principais centros de desenvolvimento); a MOV direciona seus esforços em setores relacionados com ODS específicos da ONU; já a Vox atua em oportunidades relacionadas com sua tese de investimento (foco setorial, com principais lacunas/problemas pré-definidos).

Assim, vemos que todos os casos estudados possuem um posicionamento/foco bem definido para guiar a alocação de capital, seja ele geográfico, por setor da economia e/ou por tipo de problema socioambiental que se deseja resolver. Este posicionamento já é usado como um primeiro filtro na busca por oportunidades no mercado e ajuda o fundo a gerenciar todo ou parte de seu portfolio em torno de uma meta de impacto contra a qual os resultados podem ser avaliados.

Além disso, podemos dizer que este posicionamento estratégico já é um primeiro direcionador de como o impacto será avaliado pelo fundo, servindo até para a definição dos primeiros indicadores. Isto vai de encontro aos SMDs estudados na Revisão Bibliográfica (Capítulo 2), que possuem a visão e estratégia da organização como dimensões-chave para a definição de indicadores de avaliação do desempenho.

4.2.2 Seleção e validação

Nesta etapa, a Kaeté estuda o ambiente/contexto do negócio em que pretende investir e define indicadores específicos com base em dimensões pré-definidas; a MOV cria um “mapa

de impacto” com base na Teoria da Mudança considerando todo o ecossistema em que o negócio atua e define indicadores com base nele; já a Vox também utiliza a Teoria da Mudança para criar um mapa lógico que serve como base para definição de indicadores e que considera o impacto em diversos *stakeholders*.

Em primeiro lugar, vemos que todos os casos estudados dão grande importância ao envolvimento de diversos *stakeholders* da empresa em estudo – sejam eles os clientes finais, ONGs, órgãos públicos, universidades, etc. – o que vai em linha com o SMD *Performance Prism*, proposto por Neely et al (2001), cujo intuito é de auxiliar a seleção de medidas de desempenho que considerem os desejos e necessidades de todos os *stakeholders* de uma organização.

Destaca-se, ainda, a abordagem da MOV, que mapeia atividades internas e externas da organização que fortalecem o ecossistema em que ela atua (vide Anexo A), ou seja, ações capazes de contribuir para a geração de impacto sistêmico ou a nível de mercado. No âmbito interno, são mapeadas atividades de responsabilidade da empresa que podem fomentar ou desenvolver o mercado em que ela atua. Já no âmbito externo, são identificados os principais *stakeholders* no ecossistema, que podem contribuir para o alcance do impacto socioambiental final que a empresa almeja. Em conjunto, são atividades para a implementação de políticas, desenvolvimento de tecnologias, disseminação de boas práticas, entre outras, que influenciam resultados no longo prazo e ajudam a construir uma nova realidade.

Em segundo lugar, vemos a importância da Teoria da Mudança como abordagem estratégica para definição e avaliação do impacto gerado. A MOV e Vox utilizam explicitamente esta abordagem para seleção de medidas baseados na compreensão de que uma cadeia de resultados interconectada pode, em última instância, gerar o impacto socioambiental sobre os grupos beneficiários pretendidos, extraíndo assim os principais insumos para definir os indicadores de acompanhamento do negócio. Além disso, vemos que algumas ferramentas de mensuração de impacto em profundidade, como o Insper Metricis e o SROI, utilizam a Teoria da Mudança como base para identificação de fatores-chave e definição de insumos dos indicadores para o negócio.

Por fim, fica clara a postura colaborativa dos fundos com os empreendedores para construir o posicionamento de negócio social em conjunto, por meio de reuniões, *workshops*, *networking*, etc. Isto é importante porque, conforme visto na Revisão Bibliográfica (Capítulo

2), o conceito de negócio social ainda é tema de muito debate e o que é caracterizado ou não como um negócio social pode variar.

Assim, com o objetivo de validar o modelo de negócio como sendo capaz de gerar o impacto socioambiental almejado com sustentabilidade financeira, algumas características são essenciais e devem se manifestar através da gestão da organização e motivação dos funcionários. Podemos destacar duas delas: o objetivo fundamental (missão) de gerar valor social para o bem da sociedade (enquanto um negócio comercial busca criar operações lucrativas para ganho privado) e a capacidade de mensurar o impacto social gerado (enquanto negócios tradicionais podem contar com métricas mais tangíveis como indicadores financeiros e de qualidade apenas).

4.2.3 Monitoramento e avaliação

Nesta etapa, podemos observar o monitoramento periódico da evolução dos indicadores de impacto como prática comum aos três casos estudados. É importante destacar que este monitoramento não é realizado apenas por uma questão burocrática: os dados colhidos sobre o funcionamento do negócio permitem maior aprendizado sobre a operação e são úteis para decisões estratégicas, alinhando o empreendedor com a necessidade de coleta de dados por causa do valor que esse monitoramento adiciona ao negócio além do simples acompanhamento formal de seus investidores.

Também se destaca a necessidade de refinamento contínuo e iterativo deste acompanhamento, uma vez que os modelos de negócios ou condições de mercado podem mudar, tornando necessária a reformulação da avaliação de impacto. Isto é exemplificado pela Vox, que promove a atualização da Teoria da Mudança das empresas em seu portfólio.

Outras atividades importantes e complementares realizadas pelos fundos para avaliação de impacto foram identificadas e consolidadas a seguir:

- Parcerias para avaliação de impacto: devido à complexidade e/ou custo de mensurar certas variáveis, os fundos realizam parcerias com instituições acadêmicas e/ou empresas terceiras para fazer estudos específicos sobre o impacto gerado pelos negócios em seu portfólio. Podemos citar como exemplos a pesquisa de impacto técnico e econômico da EBES/Sollar (investida MOV) em parceria com USP e Ernest & Young e estudo de impacto de empreendimentos âncora na renda da população local em cidades do Acre (Acreaves – investida Kaeté – e UFAC);

- Integração com ODS: a integração dos indicadores mensurados pelos fundos com os ODS da ONU ressalta a importância de comunicar os resultados de maneira efetiva, servindo como estratégia comercial junto a *stakeholders* para divulgar e legitimar os indicadores sendo medidos com base na agenda global de desenvolvimento sustentável. Cabe ressaltar que esta atividade pode ser realizada em diversas etapas do ciclo de investimentos, como no caso da MOV – que a realiza já no mapeamento de oportunidades, a Vox – que a realiza na seleção e validação dos negócios, e a Kaeté – que a realiza na etapa de monitoramento;
- Certificações: as certificações do *B Lab*, tanto a nível de empresa (como o sistema B) como a nível do fundo (GIIRS), também são importantes ferramentas complementares para reafirmar a identidade de negócio social como sendo capaz de gerar impacto socioambiental positivo, cobrindo diversas áreas como governança, colaboradores, comunidade, meio ambiente e clientes;
- Estudo de caso de impacto qualitativo: esta prática, realizada atualmente apenas pela Vox, é interessante na medida em que documenta e comunica melhorias qualitativas nos beneficiários da empresa por meio de entrevistas de campo;
- Avaliação de impacto em profundidade: este tipo de avaliação permite maior grau de certeza de que o empreendimento está de fato gerando o impacto esperado, porém apresenta maiores custos e é aplicável apenas em casos específicos devido a sua dificuldade de implementação. Entre os casos estudados, apenas a Vox avalia a possibilidade de utilizar esta abordagem de avaliação de impacto.

4.3 Proposta de modelo de avaliação de impacto

Esta seção apresenta o modelo proposto de avaliação de impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil, por meio da consolidação das análises e informações coletadas nos capítulos anteriores.

O modelo proposto representa, de maneira simplificada, como gestoras de fundos de investimento de impacto definem e avaliam o impacto gerado por empresas em seu portfólio, por meio de um processo dinâmico e iterativo que se inicia antes mesmo da realização do aporte de capital. Sua principal finalidade é informar demais investidores de impacto e empreendedores sociais sobre as principais práticas de mercado, abordagens e ferramentas utilizadas no que tange à avaliação de impacto.

Assim, o modelo foi estruturado de forma a apresentar dimensões-chave de avaliação de impacto em cada etapa priorizada do ciclo de investimentos: mapeamento de oportunidades, seleção e validação e, por fim, monitoramento.

Figura 11 - Modelo proposto de avaliação de impacto



Fonte: Elaborado pelo autor

A figura 12 apresenta as dez dimensões-chave do modelo construído neste trabalho, que serão detalhadas a seguir com o objetivo de esclarecer o papel de cada uma delas no processo de avaliação de impacto nas etapas priorizadas do ciclo de investimento.

4.3.1 Tese de investimento

Ao mapear oportunidades de investimento no mercado, o fundo deve ter uma tese de investimento bem definida que delimita qual tipo de impacto os investidores buscam gerar, de forma a guiar sua alocação de capital. Esta delimitação pode ser feita de algumas maneiras:

- Foco geográfico: as gestoras podem decidir atuar em regiões geográficas específicas, como apenas no Nordeste brasileiro ou na Amazônia Legal. No caso de fundos internacionais, também podem ser delimitados os países de atuação do fundo;
- Foco por setor da economia: algumas indústrias ou setores podem ser de foco especial dos investidores, como educação, saúde, entre outras. Assim, as gestoras dos fundos também podem especificar sua atuação em determinados setores que julguem terem maior potencial de impacto ou melhor capacidade técnica de atuação;

- Foco por tipo de problema socioambiental: este tipo de segmentação remete diretamente a qual tipo de impacto os investidores desejam gerar, como resolver problemas relacionados à fome, prevenção de doenças, inclusão financeira, etc.

É importante destacar que uma tese de investimento pode englobar uma ou mais destas segmentações, permitindo diferentes níveis de especificidade na atuação dos investidores. Segundo estudo do JP Morgan (2015), alguns investidores possuem teses de investimento amplas de forma a serem mais oportunistas no seu processo de mapeamento de oportunidades de investimento, enquanto outros possuem teses bem específicas para restringir seu escopo de atuação e filtrar mais facilmente as oportunidades no mercado. Entretanto, com o amadurecimento do mercado de investimentos de impacto, a tendência é que as teses de investimento deixem de ser generalistas para ganhar mais especificidade, combinando as segmentações apresentadas anteriormente.

Cabe ressaltar também que é justamente este amadurecimento do mercado, com a incorporação de novas práticas e aprendizados empíricos ao longo do ciclo de investimento, que permite aos investidores definir novas teses de investimento mais alinhadas ao seu propósito. Esta questão se reflete no formato circular do modelo proposto, reafirmando o caráter dinâmico e iterativo da avaliação de impacto – composta por abordagens e ferramentas vivas que são refinadas ao longo do tempo, permitindo o alcance de novos patamares de desenvolvimento do setor.

4.3.2 Direcionador de impacto

A definição da tese de investimento do fundo serve como um dos pontos para a construção de seu posicionamento estratégico, que deve ser usado como um primeiro direcionador de como o impacto será avaliado. Assim, ao definir, por exemplo, que o setor de atuação do fundo será o de preservação de florestas, um dos indicadores-chave de avaliação do impacto será a área total protegida pelas investidas do fundo. De forma análoga, a atuação no setor de energia renovável implica na avaliação de como as empresas do portfólio do fundo contribuem na mudança da matriz energética da região.

Assim, no que tange a avaliação de impacto, o melhor uso da tese de investimento e do posicionamento estratégico do fundo está na sua integração com *outputs* específicos dos possíveis investimentos. Isto requer a definição destes direcionadores de impacto ainda na fase de mapeamento de oportunidades, permitindo que as gestoras possam gerenciar todo ou parte

de seu portfólio em torno de uma meta de impacto contra a qual potenciais investimentos possam ser avaliados.

4.3.3 Contexto Organizacional

Uma vez identificada uma oportunidade de investimento, inicia-se a fase de seleção e validação do modelo de negócio, na qual o primeiro passo é analisar o contexto organizacional da empresa – tanto externo (econômico, político) como interno (compromisso da liderança), de forma a garantir uma abordagem sistêmica de avaliação.

No âmbito externo, o estudo do estado econômico e político da região em que o negócio atua é importante não só por causa da necessidade de validar a sustentabilidade das operações da empresa no longo prazo, mas também para avaliar o potencial de melhoria (geração de impacto) que a empresa pode trazer para a região. Além disso, considerar o contexto empresarial mais amplo da região ajuda a mapear as interações da empresa com atores relevantes do ecossistema em que atua.

Já no âmbito interno, o compromisso da liderança da empresa com sua missão social é central para definição de seu posicionamento como negócio social, que é muitas vezes construído juntamente com os investidores de impacto. Conforme visto na Revisão Bibliográfica (Capítulo 2), a dinâmica de mobilização das pessoas nos negócios sociais é diferente das empresas tradicionais, uma vez que os empreendedores e suas equipes são principalmente motivados pela transformação socioambiental e colocam um valor considerável na compensação não-monetária de seu trabalho.

4.3.4 Teoria da Mudança

A Teoria da Mudança deve ser utilizada como abordagem estratégica para definição e avaliação do impacto gerado. Esta abordagem permite identificar quais as mudanças pretendidas e como a empresa contribui para que elas ocorram de fato, estabelecendo uma primeira visão da cadeia causal entre as atividades realizadas e o impacto gerado.

A construção da Teoria da Mudança deve ser feita de forma colaborativa com os principais *stakeholders* do negócio para que ela possa refletir diversos pontos de vista sobre o ecossistema em que a empresa atua. Ela deve conter os seguintes elementos:

- *Inputs*: engloba todos os recursos necessários para operação da empresa;
- Mapeamento de atividades: refere-se à identificação de todas as ações concretas que a empresa realiza;

- *Outputs*: engloba os resultados diretos das atividades da empresa, em geral mais fáceis de serem medidos;
- *Outcomes*: envolve as mudanças esperadas no público-alvo do negócio, atreladas aos objetivos da empresa;
- Impacto: refere-se às mudanças estruturais geradas no ecossistema de atuação da empresa, em geral dependente também de outras dinâmicas do mercado.

É importante também que na Teoria da Mudança sejam incluídos outros atores relevantes do mercado em que a empresa atua e qual o papel deles para alcance do impacto almejado. Tratam-se de ONGs, universidades, agências governamentais, entre outros, que podem contribuir ou não para as mudanças pretendidas pela empresa.

Por fim, cabe também analisar quais atividades a empresa pode realizar em uma abordagem sistêmica para influenciar o desenvolvimento do mercado em que atua e potencializar o impacto gerado, como contribuição para o desenvolvimento de políticas públicas, apoio a parceiros-chave, entre outros. Além disso, é preciso considerar o grau de maturidade do modelo de negócio da empresa ao longo do tempo e como seu desenvolvimento pode alterar as relações mapeadas até então – reforçando a necessidade de revisar a Teoria da Mudança periodicamente.

4.3.5 Validação de campo

Um importante elemento nesta etapa é a validação de algumas das premissas definidas até então com os clientes finais da empresa. Trata-se de incluir a voz do beneficiário final por meio de entrevistas e visitas a campo para verificar como as atividades e *outputs* da empresa afetam o seu dia-a-dia.

Esta também é uma oportunidade para testar a solução da empresa sendo analisada e levantar oportunidades de melhoria em sua proposta de valor e modelo de negócio, de forma a potencializar a cadeia de valor mapeada em sua Teoria da Mudança. Assim, é possível definir qual nível de avaliação de impacto condiz com o estágio atual da empresa, buscando desenvolver competências organizacionais que permitam a adoção de técnicas de mensuração de impacto em profundidade nos estágios em que a empresa esteja mais madura.

4.3.6 Definição de indicadores

Uma vez que a Teoria da Mudança esteja definida e suas principais premissas validadas, é possível utilizar o mapeamento realizado para definir e priorizar um conjunto de indicadores-

chave para avaliação do impacto gerado, baseado na compreensão de que uma cadeia de resultados interconectada pode, em última instância, gerar o impacto socioambiental sobre os grupos beneficiários pretendidos.

Conforme visto na Revisão Bibliográfica (Capítulo 2), existem diversos princípios a serem adotados na definição de indicadores. Alguns deles, considerados mais importantes dentro deste modelo, foram listados a seguir:

- Devem ser abrangentes e suficiente para representar os principais resultados da empresa;
- São relevantes em termos de impacto gerado, representando os principais objetivos da empresa;
- Podem ser medidos e verificados com precisão e baixo custo de medição;
- São documentados de forma clara acerca de definição do indicador, métodos de coleta e análise de dados e forma de apresentação dos dados analisados

Este conjunto de indicadores devem representar os principais *outputs* da empresa e serem passíveis de serem monitorados periodicamente após o aporte de capital. Deve-se avaliar também a possibilidade de avaliar *outcomes* por meio de indicadores ou de estudos mais detalhados, dependendo do grau de maturidade da empresa.

4.3.7 Monitoramento periódico

Uma vez que a empresa entra para o portfólio do fundo, uma série de medidas podem ser tomadas para avaliar o impacto gerado. A primeira delas é o monitoramento periódico dos indicadores definidos, permitindo acompanhar sua evolução ao longo do tempo. Isto é importante para avaliar o alcance de metas e propor planos de ação de maneira adequada para endereçar possíveis desvios.

Um ponto importante é a necessidade de alinhar junto aos empreendedores ou time executivo das investidas acerca da importância de manter este acompanhamento de indicadores de impacto. Os dados colhidos sobre o funcionamento do negócio permitem maior aprendizado sobre a operação e são úteis para decisões estratégicas, adicionando valor ao negócio além do simples acompanhamento formal dos investidores.

4.3.8 Integração com ODS

Outro elemento importante na fase de monitoramento está na forma de comunicação dos resultados e atividades realizadas para avaliação de impacto. De fato, ainda existe pouco

alinhamento no setor de investimentos de impacto com iniciativas do contexto empresarial mais amplo. Assim, a integração dos indicadores mensurados pelos fundos com as ODS da ONU ressalta a importância de comunicar os resultados de maneira efetiva, servindo como estratégia comercial junto a *stakeholders* para divulgar e legitimar os indicadores sendo medidos com base na agenda global de desenvolvimento sustentável.

É importante ressaltar que esta integração deve ser feita não só a nível dos 17 ODS existentes, mas também entre as 169 metas específicas desenvolvidas pela ONU dentro dos ODS para especificar de fato quais problemas precisam ser endereçados globalmente.

Por fim, apesar dos ODS serem a principal proposta global de desenvolvimento sustentável, é possível alinhar a forma de avaliação e comunicação de impacto com diversas outras iniciativas atuais que façam sentido para o fundo, a exemplo do GRI, PRI, entre outras.

4.3.9 Estudo de caso

Ainda na linha de comunicação dos resultados, um elemento importante a considerar é como tornar mais tangível o impacto qualitativo – fatores como bem-estar e felicidade podem ser resultados do negócio, mas são fundamentalmente difíceis de serem quantificados e mensurados. Neste contexto, a elaboração de estudos de caso por meio de entrevistas de campo com clientes finais, relatando mudanças significativas de vida, ajuda na comunicação do impacto qualitativo e ilustra a entrega da proposta de valor do negócio.

Estes estudos de casos podem ser comunicados de diversas formas, como documentários, vídeos com depoimentos ou seções dentro de relatórios de divulgação de resultados de impacto do fundo. Esta é mais uma maneira de incluir a voz do beneficiário final na comunicação dos resultados de impacto.

Além disso, cabe destacar a importância da divulgação de relatórios de impacto dos fundos com as principais práticas utilizadas e resultados alcançados, como forma de acumular experiências e aprendizados na forma de avaliação de impacto socioambiental de um grande número de projetos em setores diversos.

4.3.10 Certificações

As certificações são importantes ferramentas para facilitar o reconhecimento do impacto gerado pelos negócios sociais. Apesar do amplo desenvolvimento destas organizações recentemente, ainda existe espaço para aumentar a aceitação de um conjunto de padrões para

divulgação de resultados sociais e ambientais que auxiliem investidores a comparar diferentes negócios sociais ou portfólios de investimentos. Neste contexto, é crucial incorporar este tipo de avaliação no portfólio dos fundos de forma a estimular o uso de avaliações independentes para validar o impacto das empresas.

As certificações desenvolvidas pelo *B Lab*, tanto a nível de empresa como a nível do fundo, estão ganhando cada vez mais espaço no setor de investimentos de impacto. O sistema B (destinado a empresas) e o GIIRS (destinado a fundos e empresas) têm se mostrado como certificações sólidas no campo e reconhecido por diversos investidores. Inclusive, alguns fundos, como a Vox, atrelam sua taxa de performance ao resultado da avaliação do GIIRS.

4.4 Relação com desafios mapeados

Esta seção apresenta a discussão sobre os pontos fortes e deficiências do modelo proposto, analisando até que ponto ele é capaz de endereçar os principais desafios de avaliação de impacto mapeados na Introdução (Capítulo 1).

A tabela 13 faz a relação entre cada elemento do modelo proposto e sua capacidade de endereçar ou não os desafios listados.

Tabela 13 - Relação entre elementos do modelo proposto e desafios mapeados

Modelo Proposto	Principais desafios do setor de investimento de impacto									
	Definição imprecisa de impacto	Complexidade de mensuração	Percepção de valor limitada	Incompatibilidade com estágio inicial	Pouca comunicação	Necessidade de abordagens sistêmicas	Falta de padrões	Objetivos pouco específicos	Dificuldade de estabelecer causa e efeito	Pouco alinhamento com iniciativas mais amplas
Tese de Investimento	✓							✓		
Direcionador de impacto	✓							✓		
Contexto Organizacional			✓			✓				✓
Teoria da Mudança	✓			✓		✓			✓	
Validação de campo				✓						
Definição de indicadores		✓	✓	✓						
Monitoramento periódico		✓	✓							
Integração com ODS	✓				✓		✓			✓
Estudos de caso		✓			✓					
Certificações					✓		✓			

Fonte: Elaborado pelo autor

De maneira geral, o modelo é capaz de endereçar todos os desafios listados, apesar de variar no grau de profundidade em que consegue resolver cada um deles. Cada desafio é

endereçado por um subconjunto de dimensões-chave do modelo, intrinsecamente relacionados com a capacidade de solucionar o problema em questão.

Em primeiro lugar, um dos principais desafios do setor é a definição imprecisa de impacto, gerando oportunidades para que cada *stakeholder* tenha sua própria versão acerca da definição de impacto positivo. O modelo consegue abordar esta questão por meio de quatro elementos: (i) ao orientar que o fundo tenha uma tese de investimento bem definida, esclarecendo especificamente o que se pretende resolver; (ii) ao usar este posicionamento estratégico para já integrá-lo aos *outputs* específicos dos modelos de negócio; (iii) ao usar a Teoria da Mudança para mapear o papel da empresa e de todos os seus *stakeholders* no alcance do impacto desejado; por fim, (iv) ao integrar resultados com os ODS, tornando mais clara a comunicação do impacto desejado alinhado com a agenda global de desenvolvimento sustentável.

O segundo desafio se refere à complexidade de mensuração do impacto, que pode ser cara e complexa – com resultados difíceis de serem quantificados como bem-estar e felicidade. O modelo aborda esta questão por meio de três elementos: (i) ao definir indicadores que representem os *outputs* da empresa – já validados com sendo capazes de contribuir para o alcance do impacto desejado por meio da Teoria da Mudança da empresa; (ii) ao monitorar periodicamente estes indicadores, acompanhamento a evolução da empresa ao longo do horizonte de tempo do investimento; (iii) ao produzir estudos de caso qualitativos que incluem a voz do beneficiário final na comunicação dos resultados, como forma de tornar mais tangível o impacto qualitativo gerado pelo negócio. Ainda assim, há a necessidade de estudar de forma mais detalhada o custo destas ferramentas para o negócio e desenvolver ferramentas para quantificação dos fatores qualitativos, a exemplo da abordagem do SROI – que busca contabilizar o valor social de um empreendimento.

O terceiro desafio se refere à percepção de valor limitada na mensuração do impacto, que pode não ser consistentemente entendida pelo time da empresa sendo investida. O modelo aborda esta questão por meio de três elementos: (i) ao analisar o contexto organizacional da empresa, em especial no âmbito interno para avaliar o compromisso de sua liderança com a missão social, sendo central para definição de seu posicionamento como negócio social; (ii) ao definir indicadores que representem os principais resultados da empresa e sejam relevantes em termos de impacto gerado; (iii) ao incentivar o monitoramento periódico, fazendo com que os

dados colhidos sobre o funcionamento do negócio permitam maior aprendizado sobre a operação e são úteis para decisões estratégicas.

O quarto desafio se refere à incompatibilidade de alguns métodos de mensuração para negócios em estágio inicial, que podem não ter as capacidades necessárias para implementá-los. O modelo aborda esta questão por meio de três elementos: (i) ao usar a Teoria da Mudança para verificar como as atividades atuais da empresa contribuem para geração de impacto; (ii) ao validar no campo as principais premissas adotadas, levantando oportunidades de melhoria no modelo de negócio e definir qual nível de avaliação de impacto condiz com o estágio atual da empresa; (iii) ao definir indicadores que representem os *outputs* da empresa e sejam capazes de serem monitorados periodicamente após o aporte de capital. Ainda assim, há a necessidade de estudar mais detalhadamente como definir o nível de maturidade da empresa e relacioná-lo com sua capacidade de adotar abordagens de mensuração de impacto em profundidade.

O quinto desafio se refere ao baixo nível de comunicação do valor da avaliação de impacto por parte das empresas sociais e investidores de impacto, havendo pouca clareza de como o impacto proposto é avaliado e quais os principais resultados atingidos. O modelo aborda esta questão por meio de três elementos: (i) ao integrar os resultados da empresa com os ODS, servindo como estratégia comercial junto a *stakeholders* para divulgar e legitimar os indicadores sendo medidos com base na agenda global de desenvolvimento sustentável; (ii) ao incentivar a elaboração de estudos de caso por meio de entrevistas de campo com clientes finais, para ajudar na comunicação do impacto qualitativo e ilustrar a entrega da proposta de valor do negócio; (iii) ao incentivar o uso de certificações para facilitar o reconhecimento do impacto gerado pelos negócios sociais.

O sexto desafio se refere à necessidade de utilizar abordagens sistêmicas de avaliação de impacto, uma vez que em geral o impacto é multidimensional e requer análise de dados em longos períodos de tempo. O modelo aborda esta questão por meio de dois elementos: (i) ao analisar o contexto organizacional da empresa, em especial no âmbito externo para identificar atores relevantes no contexto econômico e político do ecossistema em que a empresa atua; (ii) ao utilizar a Teoria da Mudança para mapear o papel da empresa e de todos os seus *stakeholders* no alcance do impacto desejado, identificando potenciais parcerias para mensurar e avaliar mudanças reais de longo prazo. Ainda assim, deve-se avaliar mais detalhadamente quais tipos de parcerias são economicamente viáveis para realização destes estudos, a exemplo de trabalhos realizados juntos à universidades e institutos de pesquisa.

O sétimo desafio se refere à falta de padrões de mensuração e comunicação de resultados amplamente aceitos pela comunidade de investidores. O modelo aborda esta questão por meio de dois elementos: (i) ao integrar os resultados do negócio aos ODS, fornecendo um quadro útil padronizado de comunicação para articular a relação entre os investimentos e as metas de impacto; (ii) ao fomentar o uso de certificações, a exemplo do sistema B e do GIIRS, a fim de aumentar a aceitação de um conjunto de padrões para avaliação e divulgação de resultados sociais e ambientais.

O oitavo desafio se refere à pouca especificidade dos objetivos do investimento, resultando em um vínculo fraco entre a intenção do fundo e o que é de fato medido. O modelo endereça esta questão por meio de dois elementos: (i) ao definir precisamente a tese de investimento do fundo, combinando (sempre que possível) segmentações geográficas, de setor da economia e de tipo de problema socioambiental que se pretende resolver; (ii) ao definir direcionadores de impacto ainda na fase de mapeamento de oportunidades, integrando a tese de investimento com *outputs* específicos dos possíveis investimentos.

O nono desafio se refere à dificuldade de estabelecer rigorosamente a relação de causa e efeito do investimento com os resultados alcançados na geração de impacto pela empresa investida. O modelo endereça esta questão por meio da utilização da Teoria da Mudança, buscando articular o contexto no qual o negócio está inserido e a cadeia causal entre as atividades realizadas e os objetivos pretendidos de curto, médio e longo prazo. Ainda assim, deve-se estudar de forma mais precisa a viabilidade de se utilizar estudos com grupos de controle aleatórios para estabelecer a relação causal probabilística entre a intervenção e a mudança na realidade, avaliando os custos desta abordagem e as principais barreiras de sua implementação na prática.

Por fim, o décimo desafio se refere ao pouco alinhamento existente entre investidores de impacto e iniciativas maiores existentes em um contexto empresarial mais amplo. O modelo endereça esta questão por meio de dois elementos: (i) ao considerar o contexto empresarial da região em que a empresa atua, ajudando a mapear possíveis interações da empresa com atores relevantes de seu ecossistema, como demais empresas do setor privado e instituições do setor público; (ii) ao integrar os indicadores mensurados com as ODS, de forma a alinhar a atuação dos fundos com a agenda global de desenvolvimento sustentável.

5 CONCLUSÕES

5.1 Considerações sobre o modelo proposto

Este trabalho tinha três principais objetivos: analisar e discutir a forma de avaliação de impacto de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil; propor um modelo integrado com as melhores práticas de avaliação de retorno socioambiental de forma a endereçar os principais desafios para o desenvolvimento do setor; e informar demais investidores de impacto e empreendedores sociais sobre as principais práticas, abordagens e ferramentas utilizadas no que tange à avaliação de impacto.

Os resultados dos levantamentos e análises apresentados no capítulo 4 indicam que todos os objetivos foram atingidos, uma vez que o modelo proposto é fruto de uma análise comparativa entre fundos de investimento de impacto brasileiros e integra as principais práticas de avaliação de impacto adotadas atualmente.

Em primeiro lugar, a análise comparativa realizada permitiu a identificação de padrões ou regularidades na forma de avaliação de impacto dos casos estudados, de forma a enfatizar semelhanças nas abordagens e ferramentas utilizadas em cada etapa priorizada do ciclo de investimentos, assim como nas tendências do setor levantadas na revisão bibliográfica.

Assim, na etapa de mapeamento de oportunidades, foi possível concluir que todos os casos estudados possuem um posicionamento bem definido para guiar a alocação de capital; na etapa de seleção e validação, os casos estudados dão grande importância ao envolvimento de diversos *stakeholders* da empresa em estudo, o que vai em linha com o SMD *Performance Prism*, proposto por Neely *et al* (2001), dois casos utilizam a Teoria da Mudança como abordagem estratégica para definição e avaliação do impacto gerado e todos adotam uma postura colaborativa dos fundos com os empreendedores para construir o posicionamento de negócio social em conjunto; por fim, na etapa de monitoramento, todos acompanham periodicamente a evolução dos indicadores de impacto e utilizam certificações como ferramentas complementares para reconhecer o impacto gerado por seus investimentos.

Em segundo lugar, o modelo proposto com as melhores práticas de avaliação de retorno socioambiental foi capaz de endereçar todos os principais desafios de avaliação de impacto mapeados na Introdução (capítulo 1) deste trabalho – cuja superação é essencial para o desenvolvimento do setor de investimentos de impacto.

Por fim, juntamente com a Revisão Bibliográfica e os estudos de caso realizados, este trabalho apresenta as principais práticas, abordagens e ferramentas utilizadas no que tange à avaliação de impacto, possibilitando que demais investidores de impacto e empreendedores sociais tenham acesso de maneira estruturada a estas informações.

5.2 Proposta para trabalhos futuros

Com o desenvolvimento e expansão do setor de investimentos de impacto no Brasil e no mundo, cada vez mais serão exigidas evidências mais fortes sobre o impacto gerado e a capacidade de conciliar retorno socioambiental com retornos financeiros. Assim, é necessário consolidar as ferramentas existentes apresentadas neste trabalho e desenvolver novos métodos mais robustos de avaliação de impacto, adaptados à realidade brasileira.

Neste contexto, é possível listar algumas oportunidades de detalhamento das principais conclusões deste trabalho a fim de inspirar trabalhos futuros na área da Engenharia de Produção:

- Análise quantitativa das ferramentas mais utilizadas, como uso de indicadores baseados na Teoria da Mudança e certificações, incluindo os custos associados e a governança do processo, ou seja, quem deve ser responsável pelo financiamento da avaliação de impacto;
- Construção prática de Teorias de Mudança junto a empreendedores sociais, de forma a sofisticar o uso desta ferramenta como mapa estratégico do negócio;
- Estudo de como definir o nível de maturidade da empresa e relacioná-lo com a capacidade organizacional de adotar abordagens de mensuração de impacto em profundidade. Envolve a análise de maturidade dos negócios para avaliar quando cada ferramenta de avaliação de impacto é mais adequada dependendo do estágio de desenvolvimento da empresa em seu ciclo de vida;
- Estudo de quais tipos de parcerias são economicamente viáveis para realização de estudos de avaliação de impacto em profundidade. Envolve o mapeamento e avaliação das fontes de financiamento existentes para implementação de ferramentas de avaliação de impacto em profundidade, dada a relevância de se estabelecer parcerias entre institutos de pesquisa, universidades, entre outros, e empreendedores sociais para esta finalidade;
- Análise de viabilidade de se utilizar estudos com grupos de controle aleatórios para estabelecer a relação causal probabilística entre a intervenção da empresa e a mudança na realidade de seu público-alvo, avaliando os custos desta abordagem e as principais

barreiras de sua implementação na prática. Envolve o desenvolvimento técnico de desenhos metodológicos para mensuração de impacto com base em grupos de controle, de forma a garantir significância estatística e custos reduzidos;

- Desenvolvimento de estudos experimentais para sustentar Teorias de Mudança no mercado brasileiro, de forma a estimular a produção acadêmica nesta área;
- Desenvolvimento de ferramentas para quantificação dos fatores qualitativos, a exemplo da abordagem do SROI – que busca contabilizar o valor social de um empreendimento.

REFERÊNCIAS

- ANDE. **The impact investing landscape in Latin America.** Aspen Network of Development Entrepreneurs. [S.l.], p. 141. 2016.
- AUSTIN, J.; STEVENSON, H.; WEI-SKILLERN, J. Social and commercial entrepreneurship: same, different, or both? **Theory and Practice Journal**, Waco, p. 1-22, jan. 2006.
- BANNICK, M. et al. Across the Returns Continuum. **Stanford Social Innovation Review**, Stanford, v. 15, n. 1, 2017.
- BCORP. How to become a b Corp. **B Corporation**. Disponível em: <www.bcorporation.net/become-a-b-corp/how-to-become-a-b-corp/performance-requirements>. Acesso em: 06 maio 2017.
- BITITCI, U.; GARENKO, P.; BIAZZO, S. Performance measurement systems in SMEs: a review for a research agenda. **International Journal of Management Reviews**, v. 7, n. 1, p. 25-47, 2005.
- BRANDÃO, D.; CRUZ, C.; ARIDA, A. **Métricas em negócios de impacto social: fundamentos**. Move. São Paulo, p. 15. 2015.
- BRANDENBURG, M. Impact Investing's Three Measurement Tools. **Stanford Social Innovation Review**, Stanford, 03 out. 2012.
- BRUGMANN, J.; PRAHALAD, C. K. Cocreating Business's New Social Compact. **Harvard Business Review**, Boston, v. 85, n. 2, p. 80-90, fev. 2007.
- BULGACOV, S. Estudos Comparativo e de Caso de Organizações de Estratégias. **Organizações & Sociedade**, v. 5, n. 11, 1998.
- COMINI, G.; BARKI, E.; AGUIAR, L. A three-pronged approach to social business: a Brazilian multi-case analysis. **Rev. Adm.**, São Paulo, v. 47, n. 3, p. 385-397, jul. 2012.
- CUNHA, J. **Avaliação de Desempenho e Eficiência em Organizações de Saúde: Um Estudo em Hospitais Filantrópicos**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2011.
- DELOITTE. **Pesquisa de Intermediários do Ecossistema de Finanças Sociais e Negócios de impacto**. Força Tarefa de Finanças Sociais. [S.l.], p. 52. 2015.

FRANCISCHINI, P. G. **Indicadores de Desempenho: Gestão por Resultados (working paper)**. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2015.

FRANCO-SANTOS, M.; LUCIANETTI, L.; BOURNE, M. Contemporary performance measurement systems: A review of their consequences and a framework for research. **Management Accounting Research**, p. 79-119, 2012.

GELFAND, S. Why IRIS? **Stanford Social Innovation Review**, Stanford, 10 out. 2012.

GIIN. **Achieving the Sustainable Development Goals: The role of impact investing**. Global Impact Investing Network. Nova York, p. 14. 2016.

GIIRS. GIIRS Funds. **B Analytics**. Disponivel em: <<http://b-analytics.net/giirs-funds>>. Acesso em: 06 maio 2017.

GONSALVES, E. P. **Conversas sobre iniciação à Pesquisa Científica**. Campinas: Editora Alínea, 2001.

GRI. **GRI 101: Foundation**. Global Reporting Initiative. Amsterdam, p. 29. 2016.

IBGE. **Síntese de indicadores sociais - uma análise das condições de vida da população brasileira**. IBGE. Rio de Janeiro, p. 141. 2016.

INSPER. **Guia para Avaliação de Impacto Socioambiental para utilização em investimentos de impacto**. Núcleo de Medição para Investimentos de Impacto Socioambiental. São Paulo, p. 16. 2014.

IRIS. **Impact Report and Investment Standards**. Disponivel em: <<https://iris.thegiin.org/>>. Acesso em: 27 fev. 2017.

IRIS 4.0 Full Catalog. **IRIS**. Disponivel em: <<https://iris.thegiin.org/metrics/downloads>>. Acesso em: 27 fev. 2017.

JPMORGAN. **Impact Investments - an emerging asset class**. [S.l.], p. 96. 2010.

JPMORGAN. **Impact Assessment in Practice**. J.P. Morgan Social Finance. [S.l.], p. 52. 2015.

KAETÉ. **Investimento de Impacto na Amazônia: Financiando um modelo inovador de desenvolvimento rural de baixas emissões**. Kaeté Investimentos. São Paulo, p. 43. 2017.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Translating Strategy into Action: The Balanced Scorecard**. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

- KAPLAN, S.; NORTON, D. P. The Balanced Scorecard - Metrics that drive performance. **Harvard Business Review**, Boston, 1992.
- KIYAMA, R. S.; COMINI, G. M.; D'AMARIO, E. Q. **Criação de negócios sociais no Brasil: um estudo exploratório**. XXXVIII Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, p. 16. 2014.
- LEME, A.; MARTINS, F.; HORNBERGER, K. **The state of impact investing in Latin America**. Bain & Company. São Paulo. 2014.
- MARTINS, R. A. **Sistemas de Medição de Desempenho: um modelo para estruturação do uso**. Tese de Doutorado, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo. 1999.
- MOV. **Relatório de Impacto**. MOV Investimentos. São Paulo, p. 48. 2016.
- MUDALIAR, A. et al. **2017 Annual Impact Investor Survey**. Global Impact Investing Network. New York, p. 84. 2017.
- NEELY, A.; ADAMS, C.; CROWE, P. **The Performance Prism in Practice: Measuring Business Excellence**. [S.l.]: MCB University Press, 2001.
- NEELY, A.; GREGORY, M.; PLATTS, K. Performance measurement system design: a literature review and research agenda. **International Journal of Operations & Production Management**, Cambridge, v. 25, n. 12, p. 1228-1263, 2005.
- OECD. **PISA 2015 Results in Focus**. [S.l.], p. 16. 2016.
- ONU. Conheça os novos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU. **Nações Unidas no Brasil**, 2017. Disponível em: <<https://nacoesunidas.org/conheca-os-novos-17-objetivos-de-desenvolvimento-sustentavel-da-onu/>>. Acesso em: 22 out. 2017.
- PNUD. **Creating value for all: Strategies for doing business with the poor**. Organização das Nações Unidas. Nova York, p. 32. 2008.
- PRAHALAD, C. K.; HART, S. The fortune at the bottom of the Pyramid. **Strategy+business**, n. 26, 2002.
- PRI. **Princípios para o Investimento Responsável (PRI)**. Principles for Responsible Investment. Londres, p. 12. 2016.
- REISMAN, J.; OLAZABAL, V. **Situating the next generation of impact measurement and evaluation for impact investing**. The Rockefeller Foundation. New York, p. 28. 2016.

RICHARDSON, B. Sparking Impact Investing through GIIRS. **Stanford Social Innovation Review**, Stanford, 24 out. 2012.

ROCKEFELLER FOUNDATION. Innovative Finance, 2016. Disponível em: <<https://www.rockefellerfoundation.org/our-work/initiatives/innovative-finance/>>. Acesso em: 23 jul. 2017.

ROSS et al. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1998.

SCHIFF, H.; BASS, R.; COHEN, A. **The business value of impact measurement**. Global Impact Investing Network. New York, p. 52. 2016.

SHUB, G. et al. **Gobal Asset Management 2016 - Doubling Down on Data**. The Boston Consulting Group. Boston, p. 34. 2016.

SOUZA, A. **Indicadores de Gestão de Desempenho em Pequenas e Médias Empresas (PMEs): Estudo no Setor Calçadista de Santa Catarina**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2011.

SROI. What are the principles of social value? **Social Value UK**, 2017. Disponível em: <<http://www.socialvalueuk.org/what-is-social-value/the-principles-of-social-value/>>. Acesso em: 20 out. 2017.

TOLLEFSON, J. Deforestation spikes in Brazilian Amazon. **Nature**, 2016. Disponível em: <<http://www.nature.com/news/deforestation-spikes-in-brazilian-amazon-1.21083>>. Acesso em: 23 jul. 2017.

TRAVAGLINI, C.; BANDINI, F.; MANCINONE, K. **An Analysis of Social Enterprises Governance Models Through a Comparative Study of the Legislation of Eleven Countries**. University of Bologna. Bologna. 2009.

VOX CAPITAL. **Relatório de Impacto Social**. Vox Capital. São Paulo, p. 35. 2017.

WEF. **From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment sector and opportunities to engage mainstream investors**. World Economic Forum. Genebra, p. 40. 2013.

WEISS, R. S. **Learning from Strangers**: the art and the method of qualitative interview studies. Nova York: Free Press, 1995.

- WORLD BANK. **Impact Evaluation: The Experience of the Independent Evaluation Group of the World Bank.** Independent Evaluation Group. Washington D.C., p. 57. 2006.
- YIN, R. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- YOUNG, D. Alternative perspectives on social enterprise. In: CORDES, J.; STEUERLE, E. **Nonprofits and business.** Washington, D.C.: The Urban Institute Press, 2009.
- YUNUS, M. **Creating a world without poverty.** 1st. ed. Nova York: PublicAffairs, 2007.

APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTAS

1) Dados sobre o entrevistado

- Nome;
- Cargo;
- Tempo de empresa;
- Formação acadêmica e experiência profissional;
- Como teve interesse pela área?

2) Dados sobre a gestora/fundos de investimento de impacto

- Nome;
- Fundação;
- Número de funcionários;
- Missão / tese de investimento;
- Possui foco setorial e/ou geográfico? Se sim, quais?
- Como definiram este foco? Como segmentam e quantificam as oportunidades nestes setores?
- Ativos sob gestão e número de empresas no portfólio;

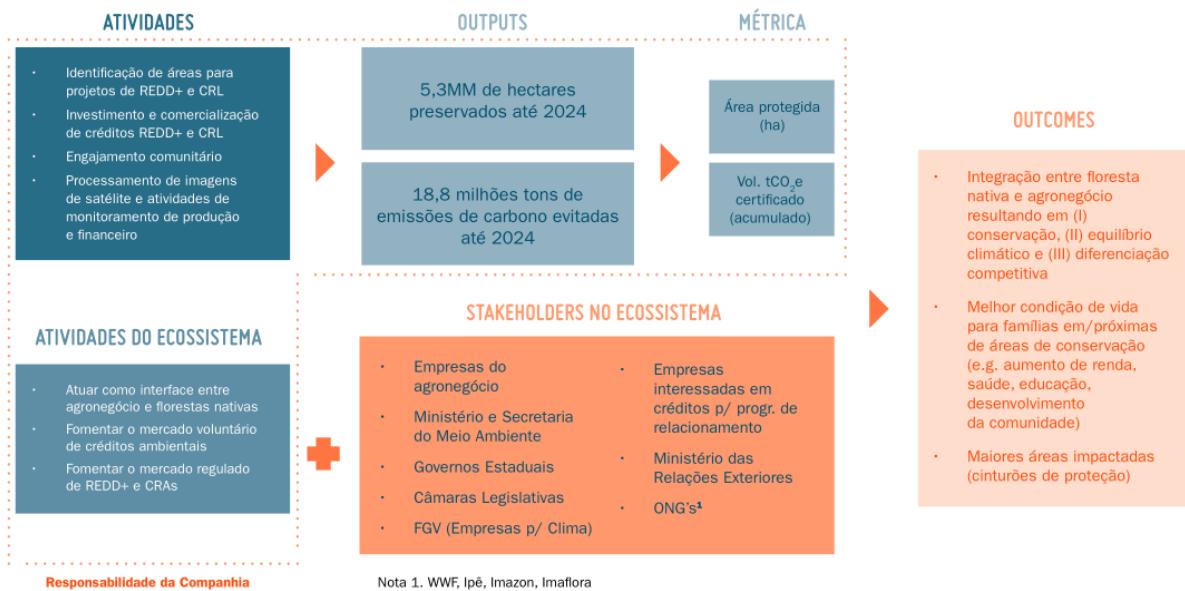
3) Dados sobre como realizam a avaliação do impacto

- Como definem o desempenho de uma empresa no seu portfólio?
 - Aspectos financeiros + impacto? Qual é o mais relevante?
- Por que avaliar impacto? O que fazem com os resultados?
 - Recebem prêmios por impacto?
 - Há algum tipo de requisitos dos investidores?
- Quais áreas/métricas são utilizadas ao longo do ciclo de investimentos? (Entender processo de escolha e abordagens/ferramentas utilizadas)
 - Definição de valores/tese de investimento;
 - *Due Diligence*;
 - Tese de mudança da empresa (*outputs/outcomes*);
 - Plano de Avaliação de impacto;
 - Monitoramento de Resultados;
 - Avaliação Final/ *Ex-Post*

ANEXO A – EXEMPLOS DE MAPAS DE IMPACTO

Exemplos de mapas de impacto das empresas da MOV (2016):

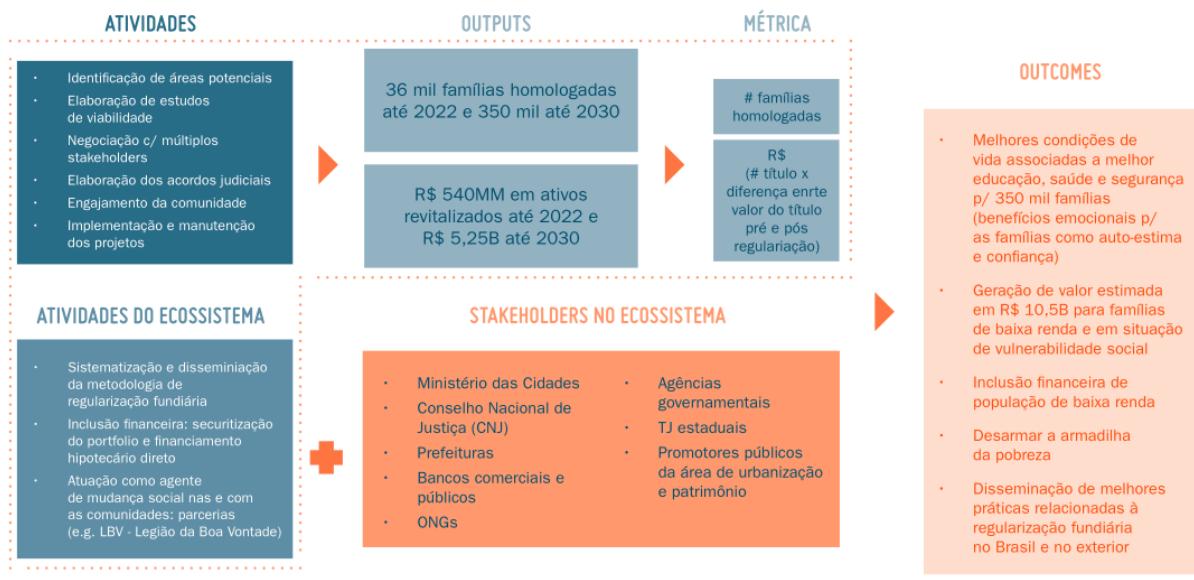
- Biofílica



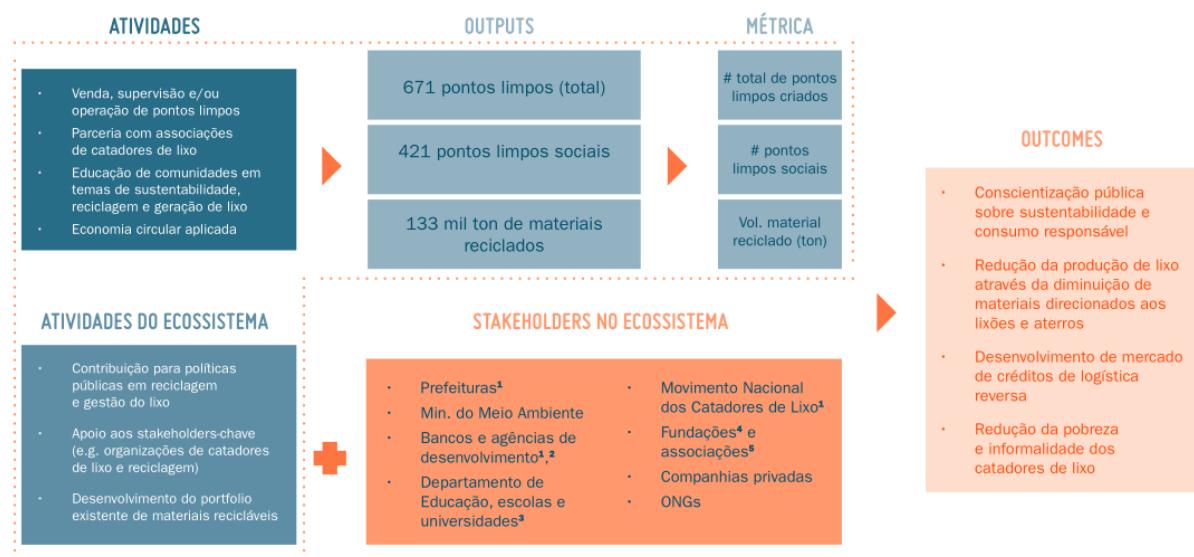
- EBES



- Terra Nova



- Triciclos



Notas: (1) No Brasil e no Chile, (2) BNDES, FINEP, IDB etc, (3) USP, PUC, FGV etc (4) Instituto Ethos, Instituto Neua de Desenvolvimento Sustentável, Ciclo Brasil, AVINA, Instituto Muda, Rio +10, NovoCiclo, BVRio, Akatu, etc, (5) associações comunitárias e de catadores de lixo, CEMPRE, ABRAS, Comunidade B etc

- Tuneduc

