

## Ensaio

# Gestão de impacto: A abordagem avaliativa na indústria dos investimentos de impacto

## Impact measurement and management: The evaluative approach in the impact investing industry

Daniel Braga Brandão<sup>1\*</sup>, Laís Rocha<sup>1</sup>, Luciana Linhares<sup>1</sup> 

<sup>1</sup>Vox Capital, São Paulo, SP, Brasil

Daniel Braga Brandão, branco, diretor na Vox Capital.

Laís Rocha, negra, pesquisadora na Vox Capital.

Luciana Linhares, branca, pesquisadora na Vox Capital.

**COMO CITAR:** Brandão, Daniel Braga, Rocha, Laís, & Linhares, Luciana. (2023). Gestão de impacto: A abordagem avaliativa na indústria dos investimentos de impacto. *Revista Brasileira de Avaliação*, 12(1), e120923. <https://doi.org/10.4322/rbaval202312009>

### Resumo

O texto conceitualiza os investimentos de impacto e informa sobre a relevância da gestão de impacto para esse setor. As atribuições da “gestão de impacto”, termo utilizado para se referir a estratégias avaliativas em investimentos de impacto, são defendidas. Uma definição de impacto e seus dois níveis são discutidos no texto. Apresenta-se cinco pilares que definem uma gestão de impacto plena, os quais são associados a referências relevantes do setor. Os fatores e os desafios que influenciam essa gestão, indicando o que precisa ser endereçado para o fortalecimento desta agenda são apresentados ao final do ensaio. O caso da Vox Capital, gestora de investimentos de impacto brasileira, está presente para exemplificar e apresentar a aplicabilidade de alguns dos conceitos abordados.

**Palavras-chave:** Investimentos de impacto. Gestão de impacto. Inovação social. Classes de impacto. Estudo de caso.

### Abstract

This essay conceptualizes impact investing and informs the relevance of impact management for this sector. The relevance of “impact measurement and management (IMM)” is discussed. The impact term is defined and five pillars to structure a robust IMM approach are proposed. The factors and challenges that influence impact management, pointing to what needs to be addressed to strengthen this discussion and practice, are presented at the end of the text. The case of Vox Capital, a Brazilian impact investment manager, is displayed to exemplify the applicability of some of the concepts addressed.

**Keywords:** Impact investing. Impact measurement and management. Social innovations. Impact classes. Case study.

A RBAVAL apoia os esforços relativos à visibilidade dos autores negros na produção científica. Assim, nossas publicações solicitam a autodeclaração de cor/etnia dos autores dos textos para tornar visível tal informação nos artigos.

**Recebido:** Fevereiro 06, 2023

**Aceito:** Maio 08, 2023

**\*Autor correspondente:**

Daniel Braga Brandão

**E-mail:** [daniel.brandao@voxcapital.com.br](mailto:daniel.brandao@voxcapital.com.br)



Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.



## Investimentos de impacto

Os investimentos de impacto compõem uma indústria que alcançou U\$ 1.164 trilhão em ativos sob gestão em 2022 (Hand, Ringel, Daniel, 2022), numa trajetória de crescimento constante. O termo foi cunhado em 2006 pela Rockefeller Foundation no marco de sua iniciativa *Impact Investing Initiative*. São definidos como investimentos feitos com a intenção de gerar impacto social e ambiental positivo e mensurável, ao lado de retorno financeiro (GIIN, 2023a). Estudo publicado pela ANDE (Hollerbach et al., 2022) informa que no Brasil, no ano de 2020, existiam R\$ 4.4 bilhões de ativos sob gestão orientados para impacto<sup>1</sup>.

Essa linhagem faz parte da ampla família dos investimentos éticos que são aqueles que observam critérios sociais e ambientais junto com aspectos financeiros (CFA, 2022). Nesta abordagem incluem-se os investimentos ASG (ambiental, social e governança)<sup>2</sup> da qual é, entretanto, distinta. Os investimentos de impacto carregam intencionalidade mandatária de gerar transformações positivas para as pessoas e o planeta, o que significa que os serviços e produtos que compõem sua carteira têm o comprometimento de melhorar o mundo. A abordagem ASG informa mais sobre o comportamento de determinada empresa na produção de seus produtos e serviços. Diferentes, mas não antagônicos. A incorporação de condutas ASG deve ser considerada nos investimentos de impacto.

O setor é formado por múltiplos atores dentre os quais destacam-se os detentores de capital (*asset owners*) que alocam seus recursos em gestores de ativos (*asset managers*), as organizações intermediárias provedoras de serviços e estrutura, as empresas, *startups* e organizações que atuam enfrentando desafios sociais e ambientais, e os clientes ou beneficiários destas empresas<sup>3</sup>.

O GIIN apresenta quatro características que definem os investimentos de impacto: (i) intencionalidade<sup>4</sup> de contribuir positivamente com impacto sociais e ambientais junto com retornos financeiros (GIIN, 2023b), (ii) uso de evidências e dados de impacto no desenho do investimento, (iii) gerir a performance de impacto, o que significa usar dados de impacto na tomada de decisão e (iv) contribuir com o desenvolvimento da indústria, sendo transparente sobre as práticas, usando referências conceituais e instrumentais aceitas como padrão no mercado e dividindo aprendizagens. De forma convergente, mas com abordagem própria, a Tideline (2021) propõe 3 pilares para os investimentos de impacto que além da “intencionalidade” e da “mensuração”, incorpora a “contribuição do investidor” realizada para aprofundar e ampliar o impacto positivo do investimento. Todas essas características são atribuídas, pelo GIIN e Tideline, aos investidores e gestores de recursos, cabendo a esses atores a responsabilidade de zelar por essa identidade.

A definição de investimentos de impacto traz em seu cerne a necessidade de soluções avaliativas que informem sobre as transformações geradas para as pessoas e o planeta. A avaliação torna-se então premissa para sustentar o posicionamento desta indústria, devendo ser considerada como imprescindível (Brandão, Cruz e Arida, 2013). Neste ambiente favorável, desenvolve-se a “gestão de impacto e mensuração”, expressão em português para o termo *Impact Measurement and Management (IMM)*, sendo a palavra “avaliação” ainda pouco utilizada neste setor.

## Definição de impacto

O termo “impacto” é usado de forma ampla, carregando significados relacionados à mudanças na realidade. Entretanto, ir além do senso comum e trazer acuracidade ao vocábulo apoia a adequada localização de seu sentido e dá contornos para sua gestão. Pode-se dizer que “impacto é uma palavra de impacto”, uma vez que tem força narrativa por evocar a mudança

<sup>1</sup> Excluindo outliers (operadores de microcrédito).

<sup>2</sup> Tradução do termo E,S,G (Environment, Social and Governance).

<sup>3</sup> O manual *Impact Investing Handbook - An Implementation Guide for Practitioners* oferece um diagrama interessante sobre o fluxo destes atores.

<sup>4</sup> O imperativo da intencionalidade distingue investimentos de impacto de outros que têm resultados positivos como externalidade. Apenas a externalidade positiva não define o investimento como de impacto.



de estado de um objeto ou situação sobre a qual uma ação, de qualquer natureza, incidiu e gerou potencial modificação de sua manifestação original. A expressão desta mudança entre o que era e o que passa a ser (delta) é o que impacto busca traduzir. Na versão do *Impact Frontiers* (Impact Frontiers, 2023a), o impacto é definido como:

Impacto é a mudança em um resultado (outcome) causado por uma organização. O impacto pode ser positivo ou negativo, intencional ou não-intencional. Resultado (outcome) é o nível de bem-estar experimentado por um grupo de pessoas, ou pela condição do ambiente natural, como resultado de um evento ou uma ação (tradução livre do autor).

As bordas sobre o que distingue os termos “resultados” e “impacto” não são claras e parecem mais recursos de semântica do que definições objetivas. O conceito de impacto tem sido livremente associado a características como (a) mudanças de longo prazo, (b) mudanças dependentes de um conjunto complexo de fatores, escapando a relações lineares, (c) mudanças em aspectos estruturais de um contexto social ou ambiental ou (d) transformações que abrangem um território significativo. Nem todas essas características precisam estar presentes de maneira concomitante para o impacto ser definido, mas estas classes nos ajudam a localizar com mais precisão as possibilidades de uso do termo.

No universo das avaliações, a expressão “impacto” foi capturada pela corrente metodológica que defende a abordagem experimental como a única forma legítima para conduzir estudos desta natureza<sup>5</sup>. Esta posição já amadureceu nos debates avaliativos e abriu espaço para interpretações diferentes. Entretanto, esta experiência serve como sinal de alerta. No emergente mercado de investimentos de impacto, a tentação de se aproximar da escola experimental e alinhar-se com essa concepção já se manifesta. É necessário, desde agora, desconstruir essa visão reducionista e deixar terreno para que diversas abordagens, plurais e complementares, tais como as que se originam na etnografia, no recurso qualitativo, na hermenêutica, coexistam no universo de estudos sobre impacto.

### Atribuições da gestão de impacto

Ainda que presente na formulação conceitual que define a própria indústria dos investimentos de impacto, o mercado não exerce hoje, na voz de investidores ou gestores de recursos, pressão para que a gestão de impacto seja realizada de forma disciplinada ao longo de todo o ciclo do investimento. Neste contexto é relevante aprofundar os argumentos pelos quais a gestão de impacto é imperativa para o setor. Brandão (2023) apresenta quatro argumentos ao realizar essa defesa, abaixo dispostos.

**Garantir a integridade da indústria.** Zelar pela condução correta da gestão de impacto é exercer o papel fundamental de uma atividade que define a própria indústria. Ao mesmo tempo, a gestão de impacto é um instrumento potente para verificar a correta aplicação de recursos associados a transformações positivas, evitando o risco de *social* ou *greenwashing*<sup>6</sup>, os quais comprometem a destinação ética dos investimentos e podem ter consequências devastadoras para a reputação deste mercado.

**Zelar pelo dever fiduciário**<sup>7</sup>. No setor dos investimentos de impacto, os investidores aportam recursos com expectativas de ganhos financeiros e impactos positivos para a sociedade. Torna-se dever fiduciário de quem gere os investimentos ser transparente, dedicar os melhores esforços e reportar integralmente sobre o destino e os resultados da alocação do capital, o que inclui o impacto além de rentabilidade, risco e liquidez.

<sup>5</sup> Abordagens experimentais ou quase-experimentais exigem grupos controle ou comparação para avaliar impactos.

<sup>6</sup> Anglismo que designa a promoção de discursos, anúncios e estratégias publicitárias relacionadas com atributos ambientais e sociais de organizações sem que as atividades ou resultados vocalizados sejam de fato objetivos e frutos de compromisso com transformações positivas para as pessoas e o planeta.

<sup>7</sup> Deveres fiduciários existem para garantir que os agentes encarregados de administrar o dinheiro de outras pessoas ajam conforme o interesse dos beneficiários e não em seu próprio interesse (Sullivan et al., 2015).



**Agregar valor ao ativo.** Acompanhar o impacto para apoiar a tomada de decisões é dispositivo relevante para maximizar resultados positivos e minimizar os negativos, aspecto que traz segurança, qualifica o ativo e lhe agrega valor tanto financeiro quanto de impacto.

**Comunicar e engajar o investidor.** Por ser uma indústria jovem, o caminho de aprendizagem dos atores que a compõem, principalmente de investidores, é necessário de ser percorrido. A gestão de impacto gera dados que podem informar a comunicação, a educação e o engajamento de investidores, se colocando como peça relevante para a sustentabilidade deste mercado no longo prazo.

### Pilares da gestão de impacto

A gestão de impacto e mensuração está articulada em dois níveis na perspectiva de Martínez et al. (2021). O “nível da empresa investida”<sup>8</sup> é relacionado aos impactos de seus produtos e serviços nas pessoas e no planeta, e o “nível do investidor” refere-se a como o investidor contribui com o impacto por meio do fortalecimento da empresa investida. Outra forma mencionada na publicação para denominar estes dois níveis é “impacto da empresa” e “impacto do investidor” (Figura 1).



Figura 1. Níveis de impacto.

A contribuição do investidor é, na Figura 1, representada pelo gestor de recursos, por ser sua a responsabilidade sobre as decisões relacionadas ao investimento e ao suporte para as empresas investidas. Diz respeito ao apoio não financeiro aportado para contribuir com a geração de impacto na empresa investida. Os dois níveis de impacto informam também a relação de causalidade com o impacto nas pessoas e no planeta, sendo uma “atribuição” (relação direta) no caso da empresa, ou seja, ela opera diretamente na solução do problema, e uma “contribuição”, ou seja, estabelece-se como uma das variáveis entre múltiplos fatores no caso dos investidores.

A gestão de impacto integral articula estes dois níveis por meio de cinco pilares que definem a arquitetura na qual princípios, ferramentas e padronizações podem ser distribuídos. Os pilares são intencionalidade, contribuição do investidor, mensuração, aprendizagem e decisão, e comunicação, descritos a seguir.

**Intencionalidade.** Diz respeito à compreensão, estruturação e declaração formal da intenção de impacto positivo nos dois níveis. É manifestada por meio de teses de impacto, teorias de mudança e alinhamento claro com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Informa sobre o que se quer alcançar. O compromisso de investidores e fundadores das empresas (*founders*) é determinante para sustentar essa intenção no longo prazo. A intencionalidade tem maior relevância de ser avaliada, em relação às empresas, para orientar a decisão de investimento, sendo presente na fase pré decisão de investimento e

<sup>8</sup> Em inglês o termo utilizado é *investee*.



integrada, idealmente, ao processo de *due-diligence* das empresas prospectadas. Além de tese de impacto e teoria de mudança<sup>9</sup>, referências úteis nesse pilar são as classes de impacto e as 5 dimensões de impacto, comentadas na próxima seção.

**Contribuição do investidor.** Diz respeito aos esforços não financeiros do investidor, que podem ser representados pelo gestor de recursos, para alavancar o impacto dos investimentos nas empresas investidas. Esta contribuição tem tipologia ordenada pelo *Impact Frontiers* em quatro categorias: (i) sinalizar que impacto é importante; (ii) engajar ativamente; (iii) investir em mercados mal servidos de capital e (iv) permitir retorno flexível, considerando que mais impacto pode flexibilizar a expectativa de retorno financeiro. A referência deste pilar são as Classes de Impacto.

**Mensuração.** Diz respeito à coleta e análise sistemática de dados para permitir conhecer em que medida os investimentos têm gerado impacto para as pessoas e o planeta, com base no que foi declarado nas teses de impacto ou teorias de mudança. Envolve dados de diferentes naturezas (quantitativa ou qualitativa), múltiplas abordagens (experimental, quase-experimental e não experimental), e focos complementares (linha de base, monitoramento, resultado, impactos). Essas informações, organizadas em processos analíticos de diferentes naturezas, permitem que seja então afirmado o mérito dos impactos alcançados, trazendo uma clara perspectiva sobre o quão bom são e com base em quê esse valor é atribuído<sup>10</sup>. Neste pilar, é papel do gestor de recursos construir capacidades institucionais na empresa investida, principalmente as jovens, para que estruture sua gestão de impacto. Deve também buscar soluções para viabilizar avaliações, uma vez que ainda existem poucos estudos avaliativos neste campo, sendo as principais razões para isso a restrição orçamentária, a vaga presença de “pensamento avaliativo” em lideranças de gestoras, que ainda compreendem de maneira limitada a adição de valor de avaliações, e a ausência de pressão de investidores. Entretanto, pelo limitado pensamento avaliativo, existe risco de que o ciclo não seja quebrado, uma vez que as gestoras não compreendem a relevância dos temas mencionados. O papel das empresas investidas neste pilar é coletar informações primárias e apoiar a condução de estudos mais profundos, caso sejam propostos.

Ferramentas úteis a este pilar são a taxonomia de indicadores ÍRIS+, as métricas do B Lab, os standards do International Sustainability Standards Board (ISSB) e tecnologias de gestão de dados oferecidas por diferentes soluções digitais já presentes no mercado, além do enorme repertório sobre metodologias de avaliações.

**Aprendizagem e decisão.** Diz respeito ao uso das informações para orientar aprendizagens e a tomada de decisões que alavanquem o impacto positivo, mitiguem os negativos e os riscos, sendo um pilar relacionado com a gestão e o desenvolvimento organizacional. Avançar neste pilar é um desafio da indústria, sendo que esforços para que impacto tenha maior incidência sobre as decisões de alto nível da empresa são necessários. É papel dos gestores de recursos defender o uso das informações de impacto nos espaços de governança existentes. E cabe às empresas a adequada inserção dessas informações em seu ciclo gerencial.

Neste sentido, as ferramentas úteis estão relacionadas a garantir espaços de reporte de dados e governança sobre as informações.

**Comunicação.** Diz respeito a informar os investidores (*asset owners*) sobre qual o impacto que seus recursos estão gerando para as pessoas e o planeta. É o pilar onde os investidores são o principal *stakeholder*, ainda que não o único. Tem nos dados de impacto, produzidos por meio da mensuração, a base de suporte para diferentes recursos narrativos focados em informar investidores sobre a contribuição de seus investimentos, trazendo transparência, educando

<sup>9</sup> Tese de impacto e teorias de mudança são distintas. Teses de mudança são arcabouços mais amplos, apontando diretrizes gerais de áreas a atuar, de ODS a perseguir ou outros princípios de investimentos. Teorias de mudança apresentam o fluxo lógico de produção de transformações e trazem categorias mais específicas para informar o caminho do impacto perseguido.

<sup>10</sup> A dedicação da indústria para a padronização de indicadores e estruturação de benchmarkings para comparar resultados está relacionada com sua necessidade de emitir o valor relativo de cada investimento. Para acompanhar os avanços em benchmarking recomenda-se seguir o trabalho do Impact Lab, lançado em 2022.



sobre impacto e gerando maior engajamento com a indústria e com as transformações necessárias para a sustentabilidade da vida coletiva no planeta.

Ferramentas úteis vão além dos tradicionais reportes de dados e inserem-se no universo de soluções de comunicação, para a qual idealmente deve contar com profissionais desta área (como relatórios, vídeos, interações digitais em sites, entre outros).

### As classes de impacto

A construção de conceitos e de uma linguagem comum na indústria de investimentos de impacto logo despontou como alavanca para o crescimento deste mercado por permitir aos seus múltiplos atores o alinhamento na compreensão e classificação dos investimentos com os quais estão envolvidos. O Impact Management Project<sup>11</sup> (IMP) nasceu da articulação de diversas lideranças interessadas nesta agenda para construir uma proposta comum que fosse capaz de estabelecer fundamentos para a indústria, como taxonomias e definições que deixassem clara as possibilidades de classificação e a semântica que este campo vinha a apresentar. A estruturação de conceitos recebeu do Global Impact Investing Network (GIIN) outras significativas contribuições, com destaque para a taxonomia IRIS + que estabelece uma tipologia de indicadores que apoiam a descrição, a mensuração e comunicação relacionadas aos impactos dos investimentos. Outra proposta estruturante são os *Operating Principles for Impact Management* (OPIM) elaborados pelo IFC (International Finance Corporation) e agora sob gestão do GIIN. Trata-se de nove princípios organizados em 4 verticais<sup>12</sup> que indicam o que deve ser uma gestão de impacto sistemática e disciplinada, criando um critério de qualidade para esse mercado. Tais princípios estão no Quadro 1.

Do esforço do Impact Frontiers, uma organização que nasce do IMP, destacam-se as Cinco dimensões de Impacto e as Classes de Impacto, sendo essa última de maior interesse para o presente texto. De maneira geral, as cinco dimensões de impacto são categorias que descrevem o impacto do investimento, tanto o esperado quanto o alcançado. A descrição resumida destas dimensões engloba: (i) O quê: foco do impacto, (ii) Quem: público do impacto, (iii) Quanto: quantos stakeholders experimentaram o impacto, seu grau e duração, (iv) Contribuição: efetividade do impacto (v) Risco: probabilidade do impacto ser diferente do esperado.

As classes de impacto permitem o agrupamento de investimentos de características similares com base nos dados de impacto ou em seus objetivos. Com isso cria-se um padrão de comparação mais apropriado entre investimentos. Segundo o *Impact Frontiers* (Impact Frontiers, 2023c), estas classes oferecem uma solução imediata para diferenciar os tipos de impacto que investimentos têm, mesmo quando as métricas que utilizam são distintas. As classes de impacto são formadas pela conjunção de duas variáveis, o *tipo de impacto*, definido por uma letra (A,B ou C) e a *contribuição do investidor*, expressa por um número que varia entre 1 e 6.

Esta tipologia de impacto traz o conceito de “underserved” que define um grupo que não tem acesso a determinado recurso ou dispositivo (como um produto por exemplo) que poderia gerar impacto. Ainda que esta população possa se aproximar mais de pessoas em situação de exclusão econômica, o termo não se diz respeito apenas a essa classe social, mas sim a todos aqueles que – por algum motivo – não recebem os efeitos positivos de determinada solução.

A definição dos tipos de impacto engloba:

- (A) Agir para evitar danos:** o empreendimento atua para prevenir ou reduzir os efeitos negativos que afetam pessoas e o planeta.
- (B) Beneficiar stakeholders:** o empreendimento atua não apenas para evitar danos, mas também para gerar efeitos positivos para as pessoas e o planeta. Neste caso, o produto ou serviço oferecido causa um delta de impacto positivo em um problema específico dos

<sup>11</sup>Atualizado para Impact Platform em 2022.

<sup>12</sup>Verticais: Strategic intent, Origination and structuring, Portfólio management, Impact at exit.



Quadro 1. Pilares da gestão de impacto.

|                              | Pilares da gestão de impacto  |  |  |   |   |
|------------------------------|---|--|--|---|---|
|                              | Intencionalidade  | Contribuição do investidor   | Mensuração   | Aprendizagem e decisões   | Comunicação   |
| Definição                    | Compreensão, estruturação e declaração formal da intenção de impacto positivo nos dois níveis.            | Esforços não financeiros do investidor para alavancar impacto nas empresas investidas. | Coleta e análise sistemática de dados para conhecer em que medida os investimentos têm gerado impacto para as pessoas e o planeta. | Uso das informações para orientar aprendizagens e a tomada de decisões que permitam qualificar o impacto positivo, mitigar o negativo e reduzir riscos. | Informar os investidores ( <i>asset owners</i> ) sobre qual o impacto que os investimentos estão gerando para as pessoas e o planeta.       |
| Frameworks                   | Teoria de mudança, tese de impacto, classes de impacto, cinco dimensões, ODS                              | Classes de impacto   | IRIS +, B Lab, SASB, monitoramento e avaliações.   | Reportes de dados, participação na governança das investidas.   | Uso de múltiplas linguagens (texto, vídeo, visitas, etc).   |
| Operating Principles OPIM[1] | <i>P1. Definir objetivo(s) estratégico(s) de impacto consistente(s) com a estratégia de investimento.</i> | <i>P3. Estabelecer a contribuição do gestor para o alcance do impacto</i>              | <i>P2. Gerenciar o impacto estratégico considerando todo o portfólio.</i>  | <i>P7. Realizar as saídas dos investimentos considerando a sustentabilidade do impacto sustentado.</i>  | <i>P9. Divulgar o alinhamento da gestora com estes princípios (OPIM) e conduzir verificações externas independentes de maneira regular.</i> |
|                              | <i>P4. Avaliar o impacto esperado de cada investimento, com base em uma abordagem sistemática.</i>        |  | <i>P5. Avaliar, solucionar, monitorar e gerenciar o potencial impacto negativo de cada investimento.</i>                           | <i>P6. Monitorar o progresso de cada investimento para atingir o impacto em relação às expectativas e responder aos desafios adequadamente</i>          |   |

Fonte: Operating Principles for Impact Management, OPIM (2023)

beneficiários, mas o beneficiário não é *underserved* (sem acesso) em relação a oferta de soluções para aquele problema.

**(C) Contribuir com soluções:** o empreendimento atua não apenas para evitar danos, mas também gera um ou mais efeitos positivos significativos em pessoas e no planeta que, de outra forma, não teriam acesso a esse impacto. Aqui, a solução oferecida causa um delta de impacto positivo em uma situação específica dos beneficiários *underserved* que transforma sua situação de negativa para positiva.

A Figura 2 busca explicar, de maneira esquemática, essa dinâmica entre os tipos de impacto e o grupo que tem acesso ao produto ou serviço.

A contribuição do investidor manifesta o seu esforço em colaborar com o impacto por meio de recursos não financeiros e sua gradação numérica é estipulada pela composição de quatro atributos: (i) sinalizar que impacto é importante; (ii) engajar ativamente; (iii) investir em mercados mal servidos de capital; (iv) permitir retorno flexível, considerando que mais impacto pode flexibilizar a expectativa de retorno financeiro. Estas classes são autoatribuídas, ou seja, definidas pelo próprio investidor sem a necessidade de verificadores externos para validação (Quadro 2).



Quadro 2. Classificação da contribuição do investidor.

| Classe | Descrição   |
|--------|---|
| 1      | Sinalizar que impacto é importante. Exemplos de atitudes associadas:                                |
|        | Estruturar e publicar uma clara tese de impacto.  |
|        | Estimular o desenho de teorias de mudança dos investimentos.  |
| 2      | Sinalizar que impacto é importante  |
|        | + Engajar ativamente. Exemplos de atitudes associadas:  |
|        | . Participação em reuniões do empreendimento com atenção para agenda de impacto.                    |
|        | . Coleta sistemática de dados de impacto, com utilização para decisões.                             |
|        | . Conectar o empreendimento com redes e agendas de impacto.   |
| 3      | Sinalizar que impacto é importante  |
|        | + Investir em mercados novos e/ou com pouco acesso a capital. Exemplo de atitudes associadas:       |
|        | . Investir em regiões geográficas com pouco acesso a capital.                                       |
|        | . Liderar rodadas de investimento e assumir riscos para estimular a entrada de outros investidores. |
| 4      | Sinalizar que impacto é importante  |
|        | + Engajar ativamente  |
|        | + Investir em mercados novos e/ou com pouco acesso a capital  |
| 5      | Sinalizar que impacto é importante  |
|        | + Investir em mercados novos e/ou com pouco acesso a capital  |
|        | + Prover capital flexível Exemplo de atitudes associadas:   |
|        | . Diminuir a relação risco-retorno.   |
|        | . Aceitar liquidez menor do que o padrão do mercado para a classe do ativo.                         |
| 6      | Sinalizar que impacto é importante  |
|        | + Engajar ativamente  |
|        | + Investir em mercados novos e/ou com pouco acesso a capital  |
|        | + Prover capital flexível   |

Fonte: Impact Frontiers. Investment Classification (Impact Frontiers, 2023b)

## O caso Vox Capital

A Vox Capital é a primeira casa de gestão de investimentos de impacto do Brasil. Fundada em 2009, orientou sua estratégia para *venture capital*, uma classe de ativos focada no investimento em empresas jovens que têm potencial de alto crescimento. Para o longo prazo, visão 2030, a Vox persegue a construção de um portfólio que permita a qualquer pessoa ter todo o seu patrimônio investido em fundos de impacto positivo, o que exige da casa a ampliação de sua oferta de produtos. Neste sentido, atuar com outros veículos como crédito, ações, imobiliário, entre outros exemplos, se tornou inexorável para sustentar a intenção da empresa.



A necessidade de diversificação nas classes de ativos veio acompanhada da ampliação de sua tese de impacto com a publicação em 2021, de uma nova agenda de impactos positivos a serem perseguidos (Vox Capital, 2021). A arquitetura desta tese é estruturada em quatro intenções de alto nível, denominadas de “aspirações”, as quais são detalhadas por subdimensões chamadas de “ambições”. Toda a tese, no nível de ambições, está conectada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). a nova agenda de desenvolvimento sustentável das Nações Unidas, também conhecida como agenda 2030, da qual o Brasil é signatário.

A gestão de impacto da Vox é uma agenda que amadurece desde a fundação da empresa e exige constante inovação por se tratar de um campo jovem e em plena construção. Com o intuito de reconhecer qual o estágio de desenvolvimento desta gestão e para criar uma linha de base capaz de orientar avanços, a Vox foi verificada pela BlueMark Tideline (BlueMark, 2023) por meio de metodologia que observa a sua aderência aos Operating Principles for Impact Management (OPIM), sendo a primeira casa gestora latinoamericana a conduzir um processo desta natureza. Os resultados, comparados a um benchmarking global, são animadores, mas apontam a necessidade de maior atenção a alguns aspectos, notadamente aqueles relacionados à sustentação do impacto na saída dos investimentos, como por exemplo, quando uma empresa do portfólio de venture capital é vendida e deixamos de influenciar diretamente sua gestão.

Uma estrutura de gestão de impacto alinhada com a contribuição do investidor

O foco em crescimento e a expansão das classes de ativos na Vox desafiou os princípios vigentes de sua gestão de impacto. Se em uma fase inicial essa gestão poderia ser organizada de forma específica, com soluções que respondessem de maneira artesanal a cada fundo, o futuro aponta que a abordagem customizada é inadequada ao ganho de escala que a organização persegue e traz risco de fragilizar a qualidade do desenho e acompanhamento de impacto dos novos investimentos. Para ganhar eficiência num contexto de crescimento de produtos financeiros, a padronização se apresenta como estratégia mandatória (Brandão, 2022a).

Em um mercado global, as padronizações precisam obedecer a categorias internacionalmente aceitas para que tenham relevância além das fronteiras locais e as classes de impacto supra descritas se impuseram como a melhor opção disponível. A contribuição do investidor, dentro da graduação numérica definida por essas classes, foi destacada para orientar o princípio basilar desta nova abordagem de gestão de impacto da Vox, definindo que o rigor da gestão de impacto deve ser proporcional ao esforço que o investidor insere no sistema para além dos recursos financeiros, ou seja, coerente com a sua contribuição. Na prática, para investimentos de menor contribuição do investidor, uma gestão mais ampla e genérica pode ser aceita, para contribuições mais intensas, com maior energia não financeira depositada, o impacto deve ser acompanhado com mais proximidade e diversidade de técnicas.

Esse princípio permitiu o desenho tático operacional das estratégias avaliativas, atribuindo, *a priori*, o que deve ser adotado a depender da classe de cada investimento na perspectiva da contribuição do investidor. Uma matriz de técnicas avaliativas foi traçada, conforme apresentado na Figura 2, a qual estabiliza qual tipo de ação avaliativa cada investimento Vox deve adotar considerando a classe de impacto que recebe. Nota-se um ganho de complexidade, acumulativo, da gradação 1 até a 4, sendo a 5 e 6 idênticas a esse último grau. Vale reforçar que esta é a primeira versão de matriz, a qual se mantém aberta a revisões.

Esta abordagem, em versão inicial e em fase de testes, tem mostrado potencial para trazer eficiência aos processos de organização de dados e objetividade para a comunicação dos impactos, permitindo clareza sobre quais tipos de informações são possíveis e quais narrativas podem ser transmitidas aos investidores segundo o investimento que fazem (Figura 3).

As perguntas avaliativas na Vox

A agenda plural de investimentos da Vox, que abarca verticais como inclusão financeira, educação, saúde, economia circular e proteínas baseadas em plantas, entre outras, parece convidar para a dispersão de focos avaliativos. Entretanto, na direção de criar uma unidade capaz de articular os diferentes temas endereçados por distintos veículos de investimento, foi construído um eixo único de perguntas avaliativas que pretende orientar a construção de uma visão sobre o impacto com o qual a Vox está contribuindo.

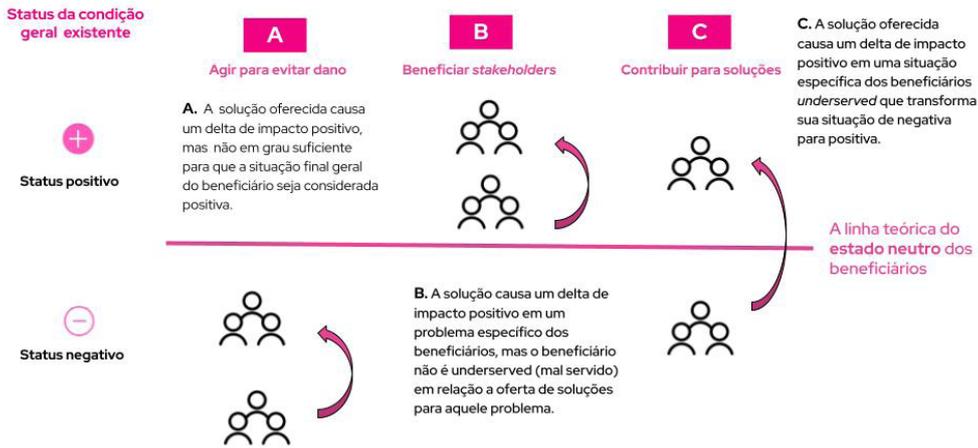


Figura 2. Tipos de impacto na taxonomia ABC do Impact Frontiers.

| Divisão<br>Empresas em estágio growth.<br>Ativos de interesse estratégico. | Perfil da população atendida   |                                | Perfil da população atendida   |                                | Idem a 4   |
|--|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------|
|  | 1                              | 2                              | 3                              | 4                              |            |
| - métodos de avaliação   | • Tese de impacto              | cumulativo |
|  | • Screening (triagem) positivo |            |
|  | • Análise de controvérsias     |            |
| - contribuição do investidor   | Retorno competitivo            |                                |                                | Capital flexível               |            |
|  | 1                              | 2                              | 3                              | 4                              | 5          |

Figura 3. Métodos de avaliação associados com a contribuição do investidor. Versão 1. Vox Capital (2022)<sup>13</sup>.

Ainda que a arquitetura de governança da Vox apresente, em seu centro, três públicos principais que a organização serve, delimitados por (a) investidores que aportam recursos financeiros, (b) empreendedores que fundam e lideram empresas que recebem investimentos da Vox e (c) colaboradores internos; para a avaliação definiu-se priorizar os investidores como principal stakeholder da gestão de impacto. Com foco nesse grupo foi elaborada a pergunta avaliativa central, a qual orienta toda a lógica de avaliação: "qual impacto o meu dinheiro investido está alimentando?"

Desta questão-mãe derivam subperguntas de distintas naturezas que requerem atenção na gestão de impacto, sobre as quais é ilustrativo ter-se uma visão geral:

1. Quais as nossas intenções de impacto?
2. Quem estamos impactando?
3. Qual o fluxo do dinheiro?
4. Qual alcance e abrangência dos produtos VOX?
5. Quais resultados são percebidos pelos públicos das investidas?

<sup>13</sup>Nota sobre a figura. Triagem positiva significa a seleção intencional de determinadas empresas em função de sua relação ou intencionalidade com impacto positivo. Análise de controvérsias é a observação, via informações secundárias em geral publicadas em canais de mídia, sobre o envolvimento de determinada empresa na causa de problemas sociais, ambientais e de governança.



6. Qual tem sido o papel da Vox para contribuir com o impacto das empresas?
7. Qual o comportamento ASG Vox?
8. Qual o comportamento ASG das empresas investidas da Vox?
9. Quais impactos negativos o dinheiro investido gera?

A composição de indicadores específicos, aspecto que permite o olhar mais profundo para o comportamento do impacto de determinados investimentos, é aplicável à questão 5, os quais são construídos a partir das teorias de mudança de cada investimento e em consulta a referências globais como o IRIS+.

A profundidade e qualidade de resposta a essas perguntas irá variar segundo a classe do investimento, ou seja, respeitando a estrutura desenhada pela Vox de distribuir estratégias avaliativas segundo o grau de contribuição com o investidor. Neste sentido, investimentos classificados como B1, por exemplo, como o Fundo Vox Desenvolvimento Sustentável (renda fixa), terão mais restrições de dados e serão mais superficiais quando comparado a outros investimentos classificados como C4, como o fundo de venture capital Tech for Good Growth.

Tanto as perguntas, quanto a organização de estratégias avaliativas por contribuição do investidor, são inovações recentes da Vox e demandam histórico para ganhar maturidade e ajustes. O que se observa, desde já, em relação às questões avaliativas padronizadas é o desafio em consolidar as informações oriundas de diferentes investimentos, com múltiplos temas, em *formas de comunicação* que possam informar os investidores, o ecossistema de impacto e à sociedade como um todo sobre qual tem sido o impacto que o dinheiro investido na Vox está alimentando no mundo. O resultado deste esforço será expresso pelos canais da empresa que comunicam sobre seu impacto, como seu relatório anual e outros mecanismos em gestação.

### Fatores que influenciam a gestão de impacto

A gestão de impacto é influenciada por fatores de diferentes naturezas, entre os quais destacam-se:

**Investidor: estratégia e recursos alocados.** A proposta de impacto do investidor, presente em agendas claras e declaradas, com tecnologias consolidadas e recursos alocados - time, tecnologia, recursos financeiros - para investir nessa agenda influenciam como irá tratar esse tema e influenciar as empresas presentes em seu portfólio de investimentos.

**Empresa investida: capacidade, maturidade e engajamento.** A capacidade organizacional da empresa investida em dedicar recursos para a gestão de impacto determina sua capacidade de desenvolver essa agenda. O seu grau de maturidade tende a incidir sobre essa capacidade, sendo que organizações mais jovens têm maior limitação de estruturar este manejo. O engajamento, estimulado por fundadores e lideranças, é também fundamental para instalar as demandas operacionais desta gestão na rotina e sustentar essa proposta no ciclo de crescimento da organização.

**Composição temática do portfólio.** Portfólios de investimentos podem ser multitemáticos ou monotemáticos, o que informa sobre a possibilidade de consolidar análises agrupadas e emissão de juízo de valor sobre o mérito do investimento de maneira absoluta com maior ou menor grau de complexidade. Quanto maior diversidade temática no portfólio, mais difícil será a análise unificada.

**Maturidade do ecossistema.** A capacidade do ecossistema de produzir conhecimento e conduzir intercâmbio de tecnologia sobre gestão de impacto influencia a ação prática de gestores e empresas.



## Desafios para a gestão de impacto

O futuro da gestão de impacto demanda equacionar desafios que limitam o desenvolvimento da indústria de investimentos de impacto. Esforços relacionados com maior padronização que permita comparabilidade, seja por meio de métricas comuns ou referências claras de *benchmarking* (referências) irão contribuir para maior acuracidade sobre a relevância e o mérito dos investimentos realizados. A gestão de impacto deve também apoiar a compreensão de quais são os fatores críticos que influenciam a performance de impacto, destravando oportunidades e gerando maior eficiência nos investimentos. A relação entre risco, retorno e impacto compõem uma dinâmica determinante ao universo dos investimentos de impacto com os quais o conhecimento e os dados gerados por processos consistentes de mensuração e aprendizagem podem contribuir<sup>14</sup>.

O engajamento de investidores com o legado de impacto de seus investimentos segue como um desafio e as informações geradas com a gestão de impacto são valiosas para capturar este público. Aqui estratégias comunicativas se unem à gestão de impacto. Outra frente a ser melhor estruturada diz respeito à necessidade de se conduzir mais processos avaliativos, adensando a mensuração, sejam avaliações internas ou externas, o que pode contribuir para a incorporação mais efetiva de dados de impacto na gestão dos investimentos, tanto na esfera de casas gestoras quanto de empresas.

A monetização de impacto é assunto que ronda o campo e ganha holofotes em alguns debates. Entretanto, pela sua complexidade e ampla exigência de relações (*proxies*) na transformação de um resultado social ou ambiental em um valor monetário, aponta para pouca efetividade das soluções que podem surgir de tais esforços.

De grande relevância é observar a contribuição efetiva dos investimentos de impacto para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), o que deve exigir da gestão de impacto uma aproximação mais acurada com os 17 objetivos e suas relações com os ativos financeiros que com se relacionam.

Ao Brasil cabem todos os desafios citados, mas especificamente o aquecimento do intercâmbio de práticas de gestão de impacto tanto entre investidores de mercado quanto junto a fundações filantrópicas se coloca como necessário, mas ainda é um espaço pouco povoado. As práticas são ainda incipientes e a motivação para trocas ainda se mostra restrita. Estimular fóruns de aprendizagem coletiva, numa lógica e em linguagem local, pode sem dúvida fortalecer a qualidade desta agenda no país.

Por fim, a conexão entre a gestão de impacto e a disciplina da avaliação ainda pode ganhar força. Ampliar o debate e a troca tecnológica é fundamental para trazer eficiência para a gestão de impacto e influenciar a avaliação com inovações. Neste sentido advoga-se por esforços constantes que permitam a integração entre estas duas linhas que buscam compreender as transformações geradas no mundo por uma iniciativa, seja governamental, privada de fim público, ou de um investimento de impacto que também pretende gerar retorno financeiro.

## Fonte de financiamento

Não há.

## Conflito de interesse

Não há.

## Agradecimentos

Nenhum.

<sup>14</sup>Estes três desafios estão no escopo da iniciativa *Impact Lab* do GIIIN que irá produzir pesquisa sobre tais temas, entre outros.



## Referências

- Brandão, Daniel, Cruz, Célia, & Arida, Anna Livia. (2013). *Métricas em negócios de impacto social: Fundamentos*. São Paulo: ICE/MOVE.
- Brandão, Daniel. (2022a). Recuperado em 30 de janeiro de 2023, de <https://www.youtube.com/watch?v=mpnpos2DfmQ>
- Brandão, Daniel. (2023, 1 de fevereiro). *Cheese cake: Why must we lead IMM practices*. Recuperado em 1 de fevereiro de 2023, de <https://aea365.org/blog/social-impact-measurement-tig-week-cheese-cake-why-must-we-lead-imm-practices-by-daniel-brandao/>
- BlueMark (2023). Making the Mark. Benchmarking Impact Management Practice. Publicado por BlueMark.
- Global Impact Investing Network – GIIN. (2023b). *Core characteristics of impact investing*. Recuperado em 20 de novembro de 2022, de <https://thegiin.org/characteristics/>
- Global Impact Investing Network – GIIN. (2023a). *Impact investing*. Recuperado em 20 de novembro de 2022, de <https://thegiin.org/impact-investing/>
- Hand, Dean, Ringel, Ben, & Danel, Alexander. (2022). *Sizing the impact investing market*. Nova York: GIIN.
- Hollerbach, Lívia, Fonseca, Mariana, & Hércules, Pedro. (2022). Investimentos de impacto no Brasil. Washington, DC: ANDE.
- Impact Frontiers. (2023c). *Norms: ABC of enterprise impact*. Recuperado em 23 de novembro de 2022, de <https://impactfrontiers.org/norms/abc-of-enterprise-impact/>
- Impact Frontiers. (2023b). *Norms: Investment classification*. Recuperado em 01 de fevereiro de 2023, de <https://impactfrontiers.org/norms/investment-classification/>
- Impact Frontiers. (2023a). *What is impact?* Recuperado em 18 de novembro de 2022, de <https://impactfrontiers.org/norms/five-dimensions-of-impact/>
- Martínez, Arnau Picón, Gaggiotti, Gianluca, & Gianoncelli, Alessia. (2021). Navigating impact measurement and management: How to integrate impact throughout the investment journey. Bruxelas: EVPA.
- Operating Principles for Impact Management. (2023). *The 9 principles*. Recuperado em 18 de novembro de 2022, de <https://www.impactprinciples.org/9-principles>
- Simoneck, Clarisse; Verhagen, Thomas. (2022) Introduction to ESG Investing. In: Certificate in ESG Investment Curriculum 2023. CFA Institute. London, UK.
- Sullivan, Rory, Martindale, Will, Feller, Elodie, & Bordon, Anna. (2015). *O dever fiduciário no século XXI*. Nova York: UN Global Compact/UNEP/PRI/Inquiry.
- Tideline. (2021). *Truth in impact: A Tideline guide to using the impact investment label*. São Francisco: Tideline.
- Vox Capital. (2022). *Teses de impacto: Os caminhos para o futuro*. Recuperado em 25 de janeiro de 2023, de [http://voxcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/02/Teses\\_de\\_Impacto\\_VOX.pdf](http://voxcapital.com.br/wp-content/uploads/2022/02/Teses_de_Impacto_VOX.pdf)