UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM EMPREENDEDORISMO

NEGÓCIOS SOCIAIS E INVESTIMENTO DE IMPACTO:
UM ESTUDO SOBRE AS PERCEPÇÕES DOS ATORES DO ECOSISTEMA

Carlos Eduardo Alvares Gonçalves

Orientadora: Prof. Dr^a. Rosa Maria Fischer

SÃO PAULO

2017

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Roberto Sbragia
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Martinho Isnard Ribeiro de Almeida
Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo

CARLOS EDUARDO ALVARES GONÇALVES

**NEGÓCIOS SOCIAIS E INVESTIMENTO DE IMPACTO:
UM ESTUDO SOBRE AS PERCEPÇÕES DOS ATORES DO ECOSSISTEMA**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientadora: Prof. Dr^a. Rosa Maria Fischer

Versão Corrigida

(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2017

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Gonçalves, Carlos Eduardo Alvares

Negócios sociais e investimento de impacto: um estudo sobre as percepções dos atores do ecossistema / Carlos Eduardo Alvares Gonçalves. – São Paulo, 2017.

230 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2017.

Orientador: Rosa Maria Fischer.

1. Empreendedorismo social 2. Investimento de impacto 3. Negócios sociais 4. Valor social I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 361.2

**À minha esposa, Vanessa,
pelo amor e apoio incondicional nessa trajetória.**

**Aos meus pais, Neiva Maria, professora,
e Carlos Alberto, empreendedor,
pelos valores transmitidos e experiências de vida
que se conectam nesse momento.**

**Ao meu irmão, Paulo Victor,
pela amizade e inspiração.**

AGRADECIMENTOS

À minha esposa, pelo apoio incondicional e compreensão durante toda a trajetória desta pesquisa. Seu amor e carinho constantes sempre me motivaram a manter o foco no trabalho.

Aos meus pais e ao meu irmão, por terem compreendido minha parcial ausência nesse período. Mesmo distante, recebi as energias positivas de vocês em todos os momentos.

À minha orientadora Profa. Dra. Rosa Maria Fischer, por ter me guiado nesse desafio com toda sua sabedoria e inteligência. Sua dedicação como orientadora seguirá como exemplo para minha carreira profissional.

À minha primeira orientadora Profa. Dra. Ana Cristina Limongi-França, por ter aceitado me guiar em meus primeiros passos no mestrado e por me apoiar mesmo em momentos de decisões difíceis.

A todos os professores do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo, pela dedicação e compartilhamento de experiências comigo e demais colegas de turma.

Ao Prof. Dr. João Paulo Bittencourt, que, em um dos momentos mais difíceis da minha trajetória acadêmica, mostrou-me um caminho.

A todas as pessoas e organizações que se disponibilizaram a realizar as entrevistas para este trabalho.

A todos do escritório de advocacia Derraik & Menezes, em especial aos sócios Carlos Derraik, Rodrigo Menezes e Lucilene Prado, por terem permitido maior dedicação aos estudos em certos momentos.

A toda minha família e aos meus amigos, pelas boas energias transmitidas. À nova família que ganhei nesse último ano, Florencio, Elaine e Debora - vocês são muito especiais para mim.

**“A verdadeira sabedoria consiste em saber
como aumentar o bem-estar do mundo.”**

Benjamin Franklin

RESUMO

Ao longo do tempo atribuiu-se a geração de valor econômico-financeiro às organizações empresariais atuantes no mercado das relações capitalistas e a geração de valor social às organizações do terceiro setor. Essa aparente dualidade vem sendo questionada no âmbito do empreendedorismo, provocando o surgimento do fenômeno do investimento de impacto como uma alternativa que possibilita a alocação de capital em iniciativas e empreendimentos, os chamados negócios sociais, que visam criar impacto social positivo acompanhado de retorno financeiro. A emergência de investidores e empreendedores de negócios sociais tem provocado polêmicas e reflexões acerca da avaliação de impacto, da taxa de retorno do investimento de impacto e também de conceitos essenciais para fundamentar as operações de investimento, como valor social e impacto socioambiental. Neste cenário, o presente trabalho teve como objetivo analisar as percepções dos diferentes grupos de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto sobre esses temas e sobre suas experiências no setor – desafios, oportunidades e aprendizados. Foi desenhada uma pesquisa exploratória de abordagem qualitativa, cujo problema de investigação foi o levantamento de opiniões, percepções e expectativas de representantes de três grupos de atores desse ecossistema: investidores interessados em negócios sociais; empreendedores e executivos de negócios sociais; e representantes de organizações intermediárias, como aceleradoras e fundos de investimento. A partir da construção de um referencial teórico e da análise de dados secundários sobre o fenômeno estudado, realizou-se o levantamento de dados primários aplicando-se um roteiro para entrevista semiestruturada em uma amostra intencional composta por dezoito pessoas. A análise das respostas evidenciou que há uma grande diversidade de entendimentos sobre o conceito de valor social e que alguns entrevistados tendem a usar esse termo como sinônimo de impacto social. A maioria dos entrevistados ressaltou elementos relacionados ao acesso à educação, aos serviços de saúde e aos direitos de cidadania. Mas nenhum se referiu à gestão de resíduos sólidos como elemento gerador de valor social. Talvez por se tratar de empreendimentos relativamente recentes, não foi possível identificar em que grau os investidores de impacto estão contribuindo para que esses negócios potencializem a geração de valor social aos beneficiários finais. No entanto, todos os negócios sociais que receberam investimento de impacto afirmaram que os investidores estão contribuindo para o desenvolvimento de seus negócios. Sobre a taxa de retorno do investimento, as opiniões dos entrevistados divergiram, mas a maioria deles entende que, no médio e longo prazo, as taxas de retorno deveriam seguir as taxas médias de mercado. A avaliação de impacto pré-investimento ainda é mais aproximativa do que baseada em indicadores de impacto social, porém todos os atores dos grupos de oferta de capital e demanda de capital que receberam investimento afirmaram que a geração de valor social é monitorada pelos investidores após o aporte de recursos. Os principais desafios apontados foram o acesso e o volume de capital, as restrições próprias do contexto econômico brasileiro e a imaturidade do setor. Todos consideram, porém, que o setor de negócios sociais e os investimentos de impacto têm futuro promissor no Brasil, seja pela necessidade de resolução dos inúmeros problemas sociais e ambientais, seja pelo tamanho do mercado de potenciais beneficiários dessas iniciativas. Nesse sentido, o presente trabalho espera contribuir para o avanço teórico e prático das questões e dilemas enfrentados pelo empreendedorismo social e pelo setor de investimento de impacto, bem como para fomentar o ecossistema brasileiro de Finanças Sociais.

Palavras-chave: Investimento de impacto, negócios sociais, valor social, empreendedorismo social.

ABSTRACT

Commonly, the creation of economic and financial value has been attributed to companies acting in the capitalist market relations while the creation of social value has been attributed to third sector organizations. This seeming duality is being questioned in the light of entrepreneurship, causing the emergence of the impact investing phenomenon as an alternative that allows capital to be allocated to initiatives and ventures, the so-called social businesses, which aim to create positive social impact together with financial returns. The rise of investors and entrepreneurs of social businesses has caused controversies and reflections about the impact evaluation, the rate of return for impact investments, and also the core concepts that support investment operations, such as social value and socio-environmental impact. In this scenario, this study aimed to analyze the perceptions of different groups of actors within the Brazilian social business and impact investing ecosystem related to these themes and their experiences in the sector - challenges, opportunities, and learnings. An exploratory research of qualitative approach has been designed, which research problem was a survey of opinions, perceptions and expectations of representatives of three groups of actors of this ecosystem: investors interested in social businesses; entrepreneurs and executives from social businesses; and representatives from intermediary organizations, such as accelerators and investment funds. Based on the construction of a theoretical framework and the analysis of secondary data on the studied phenomenon, a primary research has been conducted applying a script for semi-structured interview in an intentional sample of eighteen people. The analysis of the answers showed that there is a great diversity of understandings about the concept of social value and that some interviewees tend to use this term as a synonym for social impact. Most of the interviewees highlighted elements related to access to education, health services, and citizenship rights. But none of them referred to the solid waste management as a generator of social value. Perhaps because these are relatively recent ventures, it was not possible to identify the extent to which impact investors are contributing to the growth of social value creation to the final beneficiaries. However, all social businesses that received impact investments stated that investors are contributing to the development of their businesses. Regarding the rate of return on investment, the respondents' opinions diverged, but most of them understood that, in the medium and long term, rates of return should follow average market rates. The pre-investment impact evaluation is still more approximate than based on social impact metrics, but all actors from the groups of investors and of social businesses which received investments stated that the generation of social value is monitored by investors after capital contribution. The main challenges are the access and volume of capital, the constraints of the Brazilian economic context, and the immaturity of the sector. However, all of them consider that the social business sector and impact investments have a promising future in Brazil, whether due to the need to solve the numerous social and environmental problems or due to the size of the market of potential beneficiaries of these initiatives. In this sense, this work hopes to contribute to the theoretical and practical advancement of the issues and dilemmas faced by the social entrepreneurship and the impact investment sector, as well as to foster the Brazilian Social Finance ecosystem.

Keywords: Impact investing, social businesses, social value, social entrepreneurship.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	10
LISTA DE QUADROS	11
LISTA DE GRÁFICOS	12
LISTA DE FIGURAS	13
1 INTRODUÇÃO E RELATO DA EXPERIÊNCIA	14
1.1 Relato de experiência	17
1.2 Organização da dissertação	20
1.3 Breve histórico sobre investimento de impacto no mundo	21
1.4 Contexto do investimento de impacto no brasil	24
1.4.1 Fundações e institutos investindo em negócios de impacto	31
1.5 Problemática observada.....	34
1.6 Questão de pesquisa	35
1.7 Objetivos	35
1.7.1 Objetivo Geral	35
1.7.2 Objetivos Específicos	36
1.8 Justificativa e contribuições	36
2 REFERENCIAL TEÓRICO	38
2.1 Considerações preliminares.....	38
2.2 Breve histórico sobre investimento social privado no Brasil	38
2.3 Do empreendedor empresarial ao empreendedor social	41
2.4 Negócios sociais	42
2.5 Investimento de impacto	48
2.6 Geração de valor social	57
2.6.1 Como os investidores em negócios de impacto podem gerar valor social com seus investimentos?	68
3 METODOLOGIA	72
3.1 Classificação da pesquisa	72
3.2 Estratégia de pesquisa	73
3.3 Procedimento técnico	75
3.4 Público pesquisado.....	76
3.4.1 Seleção dos Respondentes	76
3.5 Instrumento de pesquisa	78
3.6 Coleta de dados	79
3.7 Método de análise de dados	80
3.8 Matriz de amarração.....	80
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	83
4.1 Organizações representadas pelos respondentes	83
4.2 Relato das entrevistas	85
4.2.1 Entrevistado 1	85
4.2.2 Entrevistado 2	90
4.2.3 Entrevistado 3	95
4.2.4 Entrevistado 4	102
4.2.5 Entrevistado 5	106
4.2.6 Entrevistado 6	113
4.2.7 Entrevistado 7	118
4.2.8 Entrevistado 8	121
4.2.9 Entrevistado 9	125
4.2.10 Entrevistado 10	130

4.2.11 Entrevistado 11	134
4.2.12 Entrevistado 12	138
4.2.13 Entrevistado 13	141
4.2.14 Entrevistado 14	146
4.2.15 Entrevistado 15	151
4.2.16 Entrevistado 16	154
4.2.17 Entrevistado 17	158
4.2.18 Entrevistado 18	162
5 DISCUSSÃO CONSOLIDADA DOS RESULTADOS	167
5.1 Significado de valor social	168
5.2 Os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? Caso sim, como?	173
5.3 Taxa de retorno sobre investimentos de impacto	180
5.4 Avaliação de potencial de impacto realizada pelos investidores antes do investimento e monitoramento do impacto após o investimento	187
5.5 Desafios e oportunidades em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto	193
5.6 Aprendizados em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto	198
5.7 Perspectivas em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto para os próximos dez anos	201
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	206
6.1 Limitações do estudo e sugestões para estudos futuros	213
REFERÊNCIAS	215
APÊNDICES	224

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABEVD: Associação Brasileira de Empresas de Vendas Diretas
ANDE: Aspen Network of Development Entrepreneurs
BISC: Benchmarking do Investimento Social Corporativo
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
GIFE: Grupo de Institutos, Fundações e Empresas
GIIN: Global Impact Investing Network
GIIRS: Global Impact Investing Rating System
FTFS: Força Tarefa de Finanças Sociais
IDIS: Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social
ISP: Investimento Social Privado
LAVCA: Latin American Private Equity & Venture Capital Association
ODS: Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
IRIS: Impact Reporting and Investment Standards
ONU: Organização das Nações Unidas

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Indicadores de uma Empresa Social	43
Quadro 2 - Principais elementos observados na geração de valor social	61
Quadro 3 - IRIS - Objetivos de Impacto Ambiental.....	68
Quadro 4 - Respondentes selecionados para a pesquisa.....	77
Quadro 5 - Meio e Duração das Entrevistas	80
Quadro 6 - Matriz de Amarração (continua)	81
Quadro 7 - Atuação das organizações entrevistadas	84
Quadro 8 - Investidores de impacto gerando valor social por meio dos seus investimentos (continua).....	175
Quadro 9 - Taxa de retorno sobre o investimento (continua).....	184
Quadro 10 - Avaliação de potencial de impacto pré-investimento e monitoramento após investimento.....	189

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Expectativa de retorno dos investidores de impacto no Brasil em 2016	29
--	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Definindo investimento de impacto	22
Figura 2 – Segmentos de Investidores de Impacto	54
Figura 3 - Estrutura de um Título de Impacto Social	56
Figura 4 – Estrutura de Avaliação de Impacto	58
Figura 5 - Geração de Valor Socioambiental	66
Figura 6 - Como os investidores podem gerar valor social	71
Figura 7 - Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa.....	73
Figura 8 - Intermediários do Ecossistema de Finanças Sociais no Brasil	76
Figura 9 - Percepções dos entrevistados sobre valor social.....	172

1 INTRODUÇÃO E RELATO DA EXPERIÊNCIA

O contexto atual brasileiro, tomado por investigações e condenações de políticos e empresários de grandes corporações por crimes relacionados a atos de corrupção¹ – inclusive na indústria de alimentos² –, traz um sentimento de revolta e desesperança para alguns. Para outros, porém, este apresenta-se como um momento de reflexão sobre o **jeitinho brasileiro** de fazer as coisas e sobre até onde pode chegar essa “junção do ‘pode’ com o ‘não pode’”, apresentada pelo antropólogo Roberto DaMatta como sendo o “estilo de navegação social” do brasileiro (1984, p. 100).

Essas reflexões passam por um questionamento das práticas adotadas pelas empresas no Brasil, cujos produtos e serviços são disponibilizados diariamente para consumo e utilização de milhões de pessoas. Além disso, aparentemente, as mesmas reflexões estimulam o crescimento das inquietações sobre a procedência dos produtos consumidos e o impacto social que as empresas geram em seu dia a dia para o país.

O cenário então formado propicia ao consumidor e à população em geral a oportunidade de refletir sobre o fato de que a destinação dada ao dinheiro pode estimular práticas e gerar impactos positivos ou negativos na sociedade, a depender do tipo de empresa que se decide financiar, seja por meio da aquisição de produtos para consumo familiar, seja pela seleção de fornecedores para grandes companhias ou mesmo a partir da realização de investimento direto em sociedades empresárias, com o objetivo de tornar-se sócio de um determinado empreendimento.

Tudo isso se relacionará, mais cedo ou mais tarde, com a indústria de investimento de impacto, que, apesar de desconhecida para grande parte da população, não é mais vista como um mercado nascente³.

¹ A operação “Lava Jato” é a maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro já realizada no Brasil, segundo o Ministério Público Federal. Um resumo da operação está disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>. Acesso em: 01 jun. 2017.

² A operação Carne Fraca foi deflagrada em 17 de março de 2017 e apura o envolvimento de fiscais do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento em esquema de corrupção para liberação de licenças e fiscalização irregular de frigoríficos. Para mais informações, vide matéria do jornal “O Globo” disponível em: <<http://g1.globo.com/pr/parana/noticia/operacao-carne-fraca-policia-federal-indicia-mais-de-60-pessoas.ghtml>>. Acesso em: 01 jun. 2017.

³ Esta é a conclusão trazida pelo diretor-presidente da Global Impact Investing Network – GIIN na carta de apresentação da 6ª edição do relatório anual de pesquisa com investidores de impacto, publicada em maio de 2016. GIIN é uma organização sem fins lucrativos, concebida em outubro de 2007, quando a Rockefeller Foundation

A expressão **investimento de impacto** (em inglês, *impact investing*) foi cunhada em 2007, em evento da Fundação Rockefeller, organizado por Antony Bugg-Levine e realizado no *Bellagio Center*, localizado ao norte da Itália (ROCKEFELLER, 2012). No entanto, ela ganha maior notoriedade a partir da definição trazida em relatório de 2010, elaborado pelo banco J.P. Morgan (2010, p. 5). Esse relatório esclarece que investimento de impacto é a alocação de capital privado para criar impacto social positivo, além de retorno financeiro.

Tal modalidade de investimento é apresentada, portanto, como uma alternativa à tradicional classificação binária de que um investimento pode visar lucro **ou** benefício social, este último muito relacionado à figura da doação e da filantropia.

A 6ª edição do relatório foi produzida pela GIIN, com apoio de J.P. Morgan Chase & Co. e do Governo do Reino Unido, por meio do Departamento para o Desenvolvimento Internacional do Programa de Impacto. Publicada em maio de 2016, essa edição dá continuidade ao trabalho iniciado em 2010.

Nesse período de seis anos de publicação dos relatórios, é interessante notar a evolução do investimento de impacto, apresentado como “uma classe emergente de ativos” na 1ª edição do relatório, publicado em 29 de novembro de 2010 e elaborado por J.P. Morgan Chase & Co., com a colaboração da GIIN e da Rockefeller Foundation (J.P. Morgan, 2010, p. 1). Essa evolução vem sendo destacada pelo mercado de forma geral, que passou a classificar o investimento de impacto como uma estratégia de investidores do *mainstream* e não mais de nicho, como era visto até pouco tempo atrás (NATHOO, 2017).

Ao possibilitar a geração de impacto social, além de lucro, o investimento de impacto se propõe a quebrar o paradigma do “ou” – **ou** lucro **ou** benefício social – para apresentar que é possível ter um investimento que gere impacto social positivo **e** lucro. Uma das oportunidades que se apresenta nesse contexto é a de que muitos investidores de impacto estão dispostos a abrir mão de parte de seu lucro em prol do benefício social⁴, o que ocorre, por exemplo, quando esse investidor exige taxas de retorno abaixo do mercado.

reuniu um pequeno grupo de investidores para discutir as necessidades da então emergente indústria de investimento de impacto. A associação se dedica a aumentar a escala e eficácia do investimento de impacto no mundo (GIIN, [200?a] – informações do site: <<https://thegiin.org/about>>).

⁴ A expectativa dos investidores sobre o retorno do investimento de impacto será tratada com mais detalhes nos itens 1.3 e 1.4.

Além disso, a proposta do investimento de impacto está alinhada a movimentos globais de sustentabilidade e combate à pobreza, bem como à preocupação crescente de chefes de Estado em combater as diversas formas de desigualdade social. A Conferência sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, sediada no Rio de Janeiro, em 1992 (mais conhecida como Rio 92 ou Cúpula da Terra), é o maior símbolo dessa preocupação.

Tida como a maior conferência do planeta sobre meio ambiente (O GLOBO, 2012), a Rio 92 ocorreu 20 anos após a conferência de Estocolmo – primeira conferência a tratar do assunto –, e reuniu representantes de mais de 179 países com o objetivo de consolidar uma agenda global para o desenvolvimento sustentável – a Agenda 21.

A Conferência Rio+20, realizada novamente no Brasil no ano de 2012, e a Cúpula das Nações Unidas para o Desenvolvimento Sustentável, ocorrida em 2015 na sede da Organização das Nações Unidas em Nova Iorque, demonstram que o mundo continua cada vez mais preocupado com a escassez de recursos naturais, ao mesmo tempo em que, por outro lado, a pobreza segue aumentando. Tal cenário favorece o aumento da distância entre ricos e pobres⁵, uma vez que os ricos terão recursos para manter seu acesso aos recursos naturais escassos enquanto os pobres não.

Como resultado desse último encontro de 2015, foram aprovados 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e 169 metas que constituem a Agenda 2030. Os objetivos abrangem diversos temas e desafios que já são conhecidos da população em geral há algum tempo, como a erradicação da pobreza e a garantia de saneamento básico para todos (NAÇÕES UNIDAS, 2015, p. 19 e 25).

Os desafios lançados pela ONU podem representar uma oportunidade para iniciativas de mercado que visem gerar impacto socioambiental, além de lucro. Nesse sentido, Kofi Annan, então Secretário-Geral da ONU, por ocasião da Cúpula Mundial sobre Desenvolvimento Sustentável de 2002, afirmou que o desenvolvimento sustentável sem a participação do setor privado permaneceria apenas como um sonho distante (NAÇÕES UNIDAS, 2002).

⁵ Nesse sentido, vide matéria intitulada “Os 8 bilionários que têm juntos mais dinheiro que a metade mais pobre do mundo” disponível em <<http://www.bbc.com/portuguese/internacional-38635398>>. Acesso em: 25 jan. 2017.

Portanto, mais do que **reduzir** ou **minimizar** as externalidades de suas atividades, expressões que aparecem com frequência na Agenda 2030⁶, segundo Annan é necessário que as empresas “façam seus negócios de forma diferente” (NAÇÕES UNIDAS, 2002) e passem a gerar impacto socioambiental positivo, a começar pelos locais onde suas indústrias, armazéns e sedes estão instalados. Com apenas dois representantes na lista de empresas mais sustentáveis do mundo⁷, o Brasil é um país que ainda precisa avançar muito nessa agenda.

Este trabalho se propõe, portanto, a investigar alguns aspectos sobre o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, a partir de percepções de atores envolvidos nessa agenda.

1.1 Relato de experiência

O autor deste estudo trabalha atualmente em escritório de advocacia com atuação destacada no mercado de *venture capital* e, mais recentemente, também no mercado de investimento de impacto, visto como uma nova tese de investimento⁸ de *venture capital* por muitos profissionais da área (FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS, 2014, p. 5; MENEZES; FERREIRA, 2015, on-line).

Nesse escritório, teve oportunidade de trabalhar em operações envolvendo aquisição de participação societária em empresas tradicionais e em negócios sociais, estes frequentemente dedicados à tecnologia aplicada às áreas de educação e saúde. Esses investimentos normalmente foram realizados por fundos de investimento – tradicionais e de impacto – e por investidores-anjo⁹.

⁶ “(...)Vamos reduzir os impactos negativos das atividades urbanas e dos produtos químicos que são prejudiciais para a saúde humana e para o ambiente (...)”, ou, ainda, “Até 2020, alcançar o manejo ambientalmente saudável dos produtos químicos e todos os resíduos, ao longo de todo o ciclo de vida destes, de acordo com os marcos internacionais acordados, e reduzir significativamente a liberação destes para o ar, água e solo, para minimizar seus impactos negativos sobre a saúde humana e o meio ambiente.” (NAÇÕES UNIDAS, 2015, p. 12 e 31, respectivamente)

⁷ De acordo com o ranking “The Global 100” de 2017, da publicação canadense Corporate Knights, tais empresas são Natura Cosméticos S.A. e Banco Santander Brasil S.A., na 19ª e 60ª posição, respectivamente.

⁸ “Cada fundo de investimento possui uma abordagem de atuação, chamada tese de investimento, que descreve quais são as características específicas do fundo, como, por exemplo, volume total de recursos, número de empresas investidas, perfil das empresas investidas etc.” (SEBRAE, 2015, p. 5)

⁹ A figura do investidor-anjo foi recentemente incluída em nossa legislação por meio da Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, no artigo 61-A.

O investidor-anjo investe patrimônio próprio como pessoa física e valores abaixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais). O principal direcionamento desse dinheiro é para *startups*, empresas nascentes de tecnologia (em sua maioria) com alto potencial de crescimento.

Normalmente, o investidor-anjo é um profissional bem-sucedido em sua área de atuação e com conhecimento para apoiar outros empreendedores no desenvolvimento de seus negócios. Por conseguinte, costumam atuar também como consultores e mentores. Essa combinação de dinheiro mais mentoria é conhecida no mercado de investimentos como *smart money* (ANJOS DO BRASIL, [201?]a).

Os empreendedores frequentemente encontram seu “anjo” ou “grupo de anjos” em seu meio familiar e entre amigos próximos, mas também nos chamados “sindicatos” de investidores-anjo ou associações de fomento ao investimento-anjo no Brasil, como a Anjos do Brasil, fundada no segundo semestre de 2011 pelo empreendedor Cassio Spina (ANJOS DO BRASIL, [201?]b). Diversas iniciativas vêm sendo realizadas para aproximar a rede de investidores da Anjos do Brasil do ecossistema de investimento de impacto¹⁰.

Além de ter atuado com operações de investimento, como mencionado anteriormente, o autor teve oportunidade de trabalhar em projetos típicos de terceiro setor. Nesses projetos, assessorou institutos renomados no país em suas parcerias e projetos com prefeituras, Estados e governo federal, nas áreas de educação e meio-ambiente, este último com foco na preservação e exploração econômica sustentável de parques urbanos e unidades de conservação brasileiras. Além disso, no âmbito da Ordem dos Advogados do Brasil, Seccional São Paulo, o autor integra a Comissão de Direito do Terceiro Setor desde o primeiro semestre de 2016.

Com o objetivo de aproximar o terceiro setor dos negócios de impacto, a pedido da Força Tarefa de Finanças Sociais, organização sem fins lucrativos cuja missão é articular uma “rede de relações para atrair investidores, empreendedores, governos e parceiros para que façam acontecer modelos de negócios rentáveis que resolvam problemas sociais ou ambientais”¹¹, o

¹⁰ Nesse sentido, ver: <<http://ice.org.br/cresce-conexao-entre-investimento-anjo-e-negocios-de-impacto/>>.

¹¹ Como em: <<http://forcatarefafinancassociais.org.br/creca-da-forca-tarefa-brasileira-de-financas-sociais/>>.

escritório de advocacia em que o autor trabalha emitiu parecer sobre a possibilidade de fundações e institutos empresariais investirem em negócios sociais que visam lucro¹².

A conclusão do referido estudo, que contou com a contribuição deste autor, é de que fundações e institutos podem realizar tais investimentos, desde que os dividendos recebidos em razão de sua participação nos negócios sociais sejam revertidos integralmente para aplicação em iniciativas relacionadas a seu objeto social, ou melhor, a sua causa de atuação.

Essa aproximação de entidades sem fins lucrativos e negócios de impacto é muito importante para o desenvolvimento do setor de investimento de impacto, especialmente no suporte financeiro e estratégico de negócios em estágio inicial, ainda sem sustentabilidade financeira e experiência consolidada em sua área de atuação. Tal relevância vem sendo reconhecida por periódicos relevantes, como a *Stanford Social Innovation Review*, que lançou publicação com uma série de artigos sobre o assunto¹³.

Na área de gestão de empreendimentos sociais, o autor atuou como mentor voluntário do CTC Digital (Centro de Tecnologia e Comunicação Digital), fundado em 2009 originalmente como um programa do abrigo de jovens “Casas Taiguara”. O CTC é uma escola social que oferece cursos gratuitos na área de tecnologia para alunos do ensino médio de escolas públicas entre 16 e 22 anos de idade.

Com o falecimento de seu idealizador, Renee Amorim, no final de 2015, a escola passou por uma grande transformação e este autor foi convidado a integrar um grupo para repensar o destino da escola. Uma das discussões realizadas entre esse grupo foi se o CTC deveria se tornar um negócio social, com objetivo de gerar lucro e com a consequente alteração de sua natureza jurídica, passando de associação sem fins lucrativos para uma sociedade empresária, mas sem abrir mão de gerar impacto social positivo.

¹² Para mais informações, vide versão completa do parecer em: <http://ice.org.br/wp-content/uploads/2016/05/2016_05_03_Relat%C3%B3rio-Juridico-Derraik1.pdf> ou cartilha que traz um resumo de seus principais pontos em: <https://s3-sa-east-1.amazonaws.com/doare/ftfs/Cartilha+ICE_web.pdf>.

¹³ Nesse sentido, sugere-se a leitura do texto “Philanthropic Pioneers: Foundations and the Rise of Impact Investing, de Matt Onek”, publicado em 17 jan. 2017, integrante da série “Mission Possible: How Foundations Are Shaping the Future of Impact Investing”, e aborda o papel das fundações na indústria de investimento de impacto.

Anteriormente, o autor deste estudo atuou no departamento jurídico internacional de uma empresa reconhecida mundialmente por incorporar práticas de gestão que remetem aos temas de sustentabilidade e responsabilidade corporativa, a Natura Cosméticos. Nela, teve a oportunidade de implementar uma ação que poderia ser caracterizada como intraempreendedorismo social ao criar, como iniciativa pessoal e voluntária, um curso de introdução ao idioma inglês para os jovens aprendizes da companhia¹⁴.

Após essa iniciativa, o autor começou a pesquisar sobre empreendedorismo social, até ser apresentado ao tema de negócios sociais¹⁵ e investimento de impacto em uma das disciplinas de seu mestrado profissional em empreendedorismo na Universidade de São Paulo. Foi justamente nesse tema que o autor vislumbrou uma possibilidade de empresas conseguirem equilibrar retorno financeiro com impacto socioambiental positivo.

1.2 Organização da dissertação

Após breve introdução sobre o tema desta pesquisa e explicitada a vivência profissional do autor em trabalhos relacionados a negócios sociais e investimento de impacto, faz-se necessário apresentar como está estruturada a presente dissertação.

Este primeiro capítulo é dedicado a apresentar o histórico do investimento de impacto no mundo e o contexto do setor no Brasil, com foco na emergência do investimento de impacto e dos negócios sociais desde o primeiro relatório divulgado sobre essa temática em 2010. Além disso, serão apresentados a problemática observada, a questão de pesquisa, os objetivos deste trabalho, a justificativa e contribuições.

O segundo capítulo trará um breve histórico sobre investimento social privado no Brasil, as origens do termo “empreendedor” e apresentará uma revisão da literatura específica sobre negócios sociais, investimento de impacto e geração de valor social¹⁶. O objetivo do capítulo é desenhar o referencial teórico-conceitual que dá sustentação ao problema de pesquisa.

¹⁴ Para mais informações sobre essa iniciativa, ver texto publicado em: <<http://www.redeubuntu.com.br/pt-br/blog/compartilhar-e-crescer>>.

¹⁵ Neste trabalho, o termo “negócios sociais” será utilizado de forma a incluir negócios que objetivem gerar apenas impacto social, apenas impacto ambiental ou ambos, além do retorno financeiro.

¹⁶ Ao longo deste trabalho, a expressão “valor social” deve ser compreendida como apenas valor social, apenas valor ambiental ou ambos. A mesma interpretação se aplica à expressão “impacto social”.

No terceiro capítulo, será descrita a metodologia de pesquisa e os instrumentos utilizados para coleta e análise de dados. No quarto capítulo, serão apresentados os perfis dos respondentes e os relatos das entrevistas. No quinto capítulo, os resultados serão interpretados à luz do referencial teórico apresentado anteriormente.

O sexto capítulo apresentará a conclusão deste estudo, com as considerações finais, limitações desta pesquisa e recomendações que possam contribuir para futuros estudos sobre negócios sociais e investimento de impacto.

1.3 Breve histórico sobre investimento de impacto no mundo

O primeiro relatório sobre o tema apresenta o investimento de impacto como uma resposta à insuficiência de recursos públicos e de doações privadas na resolução de problemas sociais. Resultado de pesquisa realizada com 24 respondentes, envolvendo mais de 1.100 investimentos em negócios de impacto, o relatório foi publicado em 29 de novembro de 2010 pelo banco J.P. Morgan e contou com a colaboração do GIIN e da Fundação Rockefeller, sendo esta última a responsável pela expressão *impact investing* (investimento de impacto, em inglês)¹⁷.

Por ser um tema ainda muito novo na época, o estudo traz esclarecimentos iniciais sobre o que é investimento de impacto, sua diferença com relação a investimentos tradicionais e por que esse tipo de investimento deve ser considerado como uma nova classe de ativos. Até pelo fato de seu organizador ser um ator do mercado financeiro, o relatório dá ênfase a aspectos relacionados ao retorno financeiro dos investimentos analisados.

Pela clareza da síntese apresentada na seguinte figura constante do relatório, vale trazê-la ao presente trabalho, com o objetivo de servir de marco conceitual para os demais capítulos.

¹⁷ Conforme descrito na p. 12, do presente trabalho.

Figura 1 - Definindo investimento de impacto

Fonte: J.P. MORGAN, 2010, p. 7 (tradução nossa)

Com relação às formas de gerar o impacto descrito na figura acima, o relatório divide-as em “processo” e “produtos para a base da pirâmide¹⁸”. Na primeira categoria, estão incluídos: geração de emprego, eficiência energética, facilitação de acúmulo de ativos e utilização de fornecedores da base da pirâmide. Na parte de produtos para a base da pirâmide incluem-se: agricultura, água, moradia, educação, saúde, energia e serviços financeiros (J.P. MORGAN, 2010, p. 8).

Dos 1.105 investimentos analisados, 629 (57%) foram realizados por meio de dívida privada e 301 (27%), por meio de investimento privado direto no capital social do negócio de impacto (conhecido pelo termo em inglês “*equity*”). A área que mais recebeu investimento foi a de microfinanças (307), seguida da área de agricultura (208). Educação e água foram as áreas com menor presença no portfólio dos investidores entrevistados, com 30 e 10 operações de investimento, respectivamente.

Em razão da intenção dupla de gerar impacto social positivo e retorno financeiro, tem-se, de um lado, investidores que acreditam ser necessário esperar lucros mais baixos frente aos

¹⁸ Sobre o conceito de base da pirâmide, ver Capítulo 2, item 2.4.

investimentos tradicionais. De outro, há os investidores que esperam que os investimentos em negócios de impacto devem trazer mais lucros se comparados com aqueles realizados em empresas tradicionais, em razão de a base da pirâmide ser um mercado pouco explorado e, portanto, com muito potencial (J.P. MORGAN, 2010, p. 30).

As expectativas de retorno financeiro variam de acordo com o perfil do investidor (se é um fundo de investimento ou uma fundação, por exemplo), instrumento financeiro escolhido (se dívida, *equity* ou outro), região em que se localiza o negócio de impacto, dentre outros.

O relatório aponta ainda que investidores de impacto de mercados em desenvolvimento – como é o caso do Brasil, incluído no bloco “América Latina” – esperam uma taxa média de retorno entre 12% a 14,9% para investimento em *equity*, e entre 8% a 11,9% para aporte de recursos financeiros por meio de dívida. As taxas esperadas para investimentos tradicionais¹⁹ são de 10% e 9%, respectivamente, para investimento por meio de *equity* e dívida.

A sexta edição do relatório sobre o ecossistema de investimento de impacto no mundo, publicado em maio de 2016, apresenta uma pesquisa de campo mais robusta. Foram 157 respondentes (em vez de 24, como na primeira edição), sendo esses responsáveis por 7.551 operações de investimento de impacto no ano de 2015 (GIIN, 2016, p. 12), número muito maior que os 1.105 investimentos analisados no relatório de 2010 (J.P. MORGAN, 2010, p.1).

Logo no início do relatório, há uma informação que merece ser destacada: depois de cinco edições coordenadas pelo J.P. Morgan, a pesquisa de 2016 foi a primeira a ser totalmente realizada internamente pela equipe do GIIN, ainda que com apoio relevante do J.P. Morgan (GIIN, 2016, p. 3). Essa migração de responsabilidade na organização do estudo, de uma instituição financeira para uma entidade sem fins lucrativos, dedicada ao fomento do investimento de impacto em nível global, pode ser interpretada como símbolo do próprio amadurecimento do setor.

Um dado destacado pelo presidente do GIIN na carta de abertura é que 99% dos respondentes informaram mensurar o impacto social de seus investimentos, sendo que 65% utilizam métricas

¹⁹ Para comparação de dados, o J.P. Morgan utilizou, para dívida, o índice “*US High Yield and Corporate Emerging Market*” e, para *equity*, o “*Cambridge Associates US Venture Capital Index and Emerging Markets Venture Capital and Private Equity Index*”.

alinhadas com os indicadores IRIS²⁰ (GIIN, 2016, p. 5). De fato, essa é uma constatação relevante. Na edição de 2010, o relatório apontava que apenas 2% dos respondentes indicaram mensurar o impacto social de seus investimentos por meio de um sistema externo de mensuração de impacto, IRIS ou qualquer outro (J.P. MORGAN, 2010, p. 22).

Os 157 respondentes alocaram, aproximadamente, 15,2 bilhões de dólares para gerar impacto social positivo (GIIN, 2016, p. 12), número seis vezes maior que o identificado na primeira pesquisa de 2010, com pouco menos de 2,5 bilhões de dólares (J.P. MORGAN, 2010, p. 31).

Os setores que receberam mais investimentos pelos respondentes participantes da pesquisa foram moradia, microfinanças, energia e serviços financeiros (exceto microfinanças).

O setor que aparece com o maior número de respondentes (88) para o planejamento de 2016 é o de Alimentação e agricultura, sendo que área de Artes e cultura foi a de menor incidência, com apenas 26 menções, de uma amostra de 156 investidores (GIIN, 2016, p. 38).

A sexta edição apresenta em sua lista de respondentes dois representantes com sede no Brasil – a Vox Capital, primeiro fundo de investimento de impacto no Brasil, e a Sitawi, organização social sem fins lucrativos cujo objetivo é mobilizar capital para impacto social positivo (SITAWI, [201?]). O primeiro relatório que contou com participação de entidade brasileira foi a 3ª edição, de 07 de janeiro de 2013, em que a Vox Capital foi uma das noventa e nove organizações participantes (J.P. Morgan, 2013, p. 23).

O próximo item trará um panorama do ecossistema de investimento de impacto no Brasil.

1.4 Contexto do investimento de impacto no brasil

O primeiro relatório sobre o ecossistema de investimento de impacto no Brasil foi publicado em janeiro de 2011, em uma iniciativa conjunta do Polo Ande Brasil, Fundação Avina e Potencia Ventures (ANDE, 2011, p. 4).

²⁰ O IRIS (acrônimo em inglês de *Impact Reporting and Investment Standards*) foi desenvolvido pela rede GIIN e consiste em um catálogo de métricas de performance, específicas para cada setor de atuação, que permitem medir o impacto social, ambiental e financeiro do negócio social (IRIS, [200?]).

A Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE) é uma rede global de organizações que apoia o empreendedorismo de negócios de pequeno porte e em crescimento²¹ (ANDE, 2011, p. 93). Foi fundada nos Estados Unidos em 2009 com 34 membros e hoje conta com mais de 260 membros, com atuação em mais de 150 países²². A Fundação Avina, por sua vez, é uma fundação latino-americana que iniciou suas atividades na região em 1994, cuja atuação é “voltada para a geração de mudanças em grande escala para o desenvolvimento sustentável por meio da construção de processos de colaboração entre atores de diferentes setores”²³. Já a Potencia Ventures é uma organização internacional que apoia negócios e instituições que ajudam a criar um ecossistema empreendedor com foco em iniciativas para a base da pirâmide (ANDE, 2011, p. 93). No Brasil, a Potencia Ventures já investiu na Artemisia, descrita abaixo, e na Vox Capital.

A pesquisa foi conduzida pela Plano CDE, consultoria especializada em pesquisa junto às classes C, D e E²⁴, e contou com apoio da Artemisia²⁵, aceleradora de negócios de impacto, e da Vox Capital. Três categorias de organizações foram consideradas nesse estudo: investidores, desenvolvedores e negócios sociais/inclusivos.

Como o presente trabalho foca os investidores e empreendedores com seus negócios sociais, destaca-se aqui os achados dessa pesquisa com relação a tais atores. Em 2011, foram identificados 14 investidores que declaradamente buscavam apoiar negócios de impacto social, ainda que esse não fosse o foco exclusivo de seus investimentos. Esse apoio se dava de três formas: participação no capital social (*equity*), empréstimos e/ou garantias.

A maior concentração de investidores que apoiaram negócios de impacto social foi na região Sudeste, onde foram mapeados 12 investidores, seguida da Região Sul e Nordeste, ambas com um investidor cada. Na Região Sudeste, não foram identificados investidores no estado do Espírito Santo, sendo que tanto Rio de Janeiro quanto São Paulo aparecem com seis investidores cada. O investidor da Região Sul foi identificado em Santa Catarina e, no Nordeste, em Pernambuco.

²¹ Em inglês, *Small and Growing Business* (SGB).

²² <<https://www.aspeninstitute.org/programs/aspen-network-development-entrepreneurs/>>.

²³ <<http://www.avina.net/avina/pt/fundacion/>>.

²⁴ Para mais informações sobre a atuação da Plano CDE, ver: <<http://planocde.com.br/servicos/>>.

²⁵ Para mais informações sobre o trabalho desenvolvido pela Artemisia, ver: <<http://artemisia.org.br/>>.

É interessante notar que tal distribuição reflete a participação dessas três regiões no Produto Interno Bruto nacional de 2011. Conforme levantamento feito pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE²⁶, os percentuais foram de 55,4, para a Região Sudeste, 16,2, para o Sul, e 13,4, para o Nordeste.

Com relação ao formato jurídico, cinco investidores estavam constituídos como associações civis sem fins lucrativos, quatro como empresas privadas, dois como organizações internacionais/multilaterais, um como fundo de investimentos, um como empresa pública e um como fundação, totalizando, portanto, 14 investidores.

O mecanismo de investimento mais frequente foi a participação direta no capital social (*equity*), seguido de doações. O setor preferido foi educação, com nove menções, seguido de agricultura, tecnologia da informação e serviços financeiros/microcrédito, cada um com sete menções. O critério mais citado pelos respondentes para avaliação das propostas de investimento foi o do perfil do empreendedor (14), seguido pelo impacto social relevante (13).

O segundo relatório sobre esse tema, chamado de “Mapa do Setor de Investimento de Impacto no Brasil”, foi divulgado em maio de 2014, em uma iniciativa da ANDE em conjunto com LGT Venture Philanthropy, fundação da família real de Liechtenstein que investe capital filantrópico em soluções de alto impacto²⁷; além da Quintessa Partners, consultoria brasileira de análise de investimentos²⁸; e da University of St. Gallen Hub São Paulo, hub da universidade suíça estabelecido na cidade de São Paulo, em julho de 2010, com o objetivo de fortalecer laços na América Latina (ANDE, 2014, p. 1). Abaixo está um resumo das informações do relatório tidas como de maior relevância para o presente trabalho.

O relatório identificou a entrada de 15 novos investidores entre 2012 e 2013, sendo que todos informaram o critério do impacto social na seleção de seus investimentos, seguido pela gestão (60%) e sustentabilidade financeira (55%). No total, foram 22 investidores que participaram do estudo, sendo que a maior parte da análise quantitativa foi conduzida com 19 respondentes, pois nem todos os investidores responderam a todas as perguntas.

²⁶ <[ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Regionais/2011/contas_regionais_2011.pdf](http://ftp.ibge.gov.br/Contas_Regionais/2011/contas_regionais_2011.pdf)> Acesso em: 20 nov. 2016.

²⁷ <<https://www.lgtvp.com/en/about-us/>>.

²⁸ <<http://grupoterranova.com.br/os-novos-capitalistas-buscam-o-bem-e-o-lucro-ao-mesmo-tempo/>>.

Com relação à utilização de métricas de impacto, é importante destacar que 15 dos 20 respondentes para esse tópico indicaram que mensuravam seus impactos sociais regularmente, mas apenas três utilizavam a metodologia GIIRS²⁹ ou IRIS. No relatório de 2011, apenas 50% dos investidores mensuravam o impacto social gerado pelos negócios sociais que receberam seu apoio e/ou investimento.

Outra informação interessante é que a maioria dos investidores são fundos de capital fechado³⁰ (40%), ao passo que o relatório de 2011 identificou apenas um fundo dessa natureza. Com relação ao valor investido pelos oito fundos identificados com sede no Brasil, tem-se o montante de US\$ 117 milhões, menos de 0,4% dos US\$ 46 bilhões apontados pelo relatório do mesmo ano de 2014, publicado pelo GIIN em conjunto com o banco J.P. Morgan (J.P. Morgan, 2014, p. 6).

O setor de Educação, que era o principal foco de atuação em 2011, apareceu no relatório de 2014 em segundo lugar (84%), perdendo a liderança para o setor de inclusão financeira (89%), que em 2011 ocupava o segundo lugar, junto com tecnologia da informação e agricultura. Faz-se importante mencionar que todas as comparações feitas neste item 1.4 entre os relatórios de 2011 e 2014 são para fins meramente elucidativos, uma vez que a base de dados foi diferente e houve alteração na metodologia das pesquisas.

Assim como em 2011, a participação no capital social (*equity*) apareceu como o mecanismo mais utilizado para os investimentos de impacto. Em segundo lugar está a utilização de obrigações conversíveis³¹. Em 2014, o uso de doações foi utilizado por apenas 21% dos respondentes.

²⁹ O GIIRS foi criado pelo B-Lab como um sistema com métricas e ratings comparáveis entre toda a indústria de investimento de impacto, com o objetivo de medir impacto social, financeiro e ambiental (B-ANALYTICS, [201?]). B-Lab é uma organização sem fins lucrativos que atua como um movimento global de pessoas que utilizam os negócios como uma “força para o bem”. Fonte: <<https://www.bcorporation.net/what-are-b-corps/about-b-lab>>.

³⁰ Os fundos fechados não negociam suas cotas de forma aberta ao mercado, mas apenas a investidores previamente selecionados, nos termos da regulamentação da CVM.

³¹ Um exemplo de obrigação conversível é o mútuo conversível em participação societária (*equity*), que consiste em uma dívida contraída pelo negócio de impacto social que pode ser convertida em capital social pelo investidor/credor mediante a concretização de certas condições e dentro de um prazo pré-determinado.

O financiamento de negócios de impacto social por meio de doação³² é algo que gera controvérsias no mercado. Conforme explicação detalhada no Capítulo 2, item 2.4, os negócios sociais buscam gerar impacto social positivo atuando conforme a lógica de mercado, ou seja, comercializando produtos, serviços e/ou tecnologia; o que, de certa forma, excluiria o investimento por doação.

A figura da doação é típica do chamado terceiro setor e, na visão do autor, não parece ser a fonte de recursos mais adequada para os negócios de impacto social. Pelo menos, esta não deveria ser a principal fonte de financiamento, pois, do contrário, poderia descaracterizá-lo como negócio de impacto social, em razão de estar mais próximo do modelo das fundações ou associações sem fins lucrativos, que dependem financeiramente de doações, ainda que estas possam estar acompanhadas de encargos³³.

Com relação às regiões que receberam investimentos de impacto, o Sudeste apareceu novamente em 2014 como a região de maior concentração, porém um número crescente de respondentes mencionou a intenção de aumentar investimentos no Nordeste. No tocante ao apoio oferecido pelos investidores, 68% responderam que oferecem consultoria estratégica e de negócios aos negócios investidos.

Em agosto de 2016, foi publicado novo estudo pela ANDE, intitulado “Panorama do Setor de Investimento de Impacto na América Latina”, com foco no Brasil, Colômbia e México. Além da ANDE, também participaram da produção do relatório a Latin American Private Equity & Venture Capital Association - LAVCA³⁴ e LGT Impact Ventures³⁵, com o apoio de diversas

³² Moradigna e Programa Vivenda, ambos atuantes com reformas de baixo custo para a população de baixa renda, são exemplos de negócios de impacto social que já receberam financiamentos relevantes por meio de doação. Nesse sentido, ver: <<http://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/2016/07/1791248-programa-vivenda-fecha-nova-parceria-de-investimento-em-sao-paulo.shtml>>. Para mais informações sobre os negócios de impacto social citados anteriormente, ver: <<http://moradigna.com.br/>> e <<http://programavivenda.com.br/>>.

³³ Doação com encargo é a transferência de recursos por mera liberalidade do doador, havendo, no entanto, o compromisso de o donatário (aquele que recebe a doação) destinar os recursos recebidos para uma finalidade determinada pelo doador, sob pena de a doação ser desfeita, conforme disposto nos Artigos 553, 555 e 562, do Código Civil Brasileiro, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

³⁴ A LAVCA é uma organização sem fins lucrativos dedicada ao crescimento de *private equity* e *venture capital* na América Latina e no Caribe.

³⁵ LGT Impact Ventures fundada em 2007, é um investidor de impacto tendo como alvo tanto retornos financeiros atrativos quanto impacto social e/ou ambiental mensurável, positivo. LGT IV investe em modelos de negócio escaláveis que fornecem às pessoas menos favorecidas o acesso a serviços e produtos essenciais em áreas como educação, saúde, agricultura, energia, tecnologias de comunicação e informação.

outras organizações do ecossistema de negócios de impacto, sendo uma delas o escritório de advocacia Derraik & Menezes, em que o autor é associado.

Em 2016, a pesquisa identificou um crescimento de 31% no número de investidores de impacto ativos no Brasil, passando de 22, em 2014³⁶, para 29, em 2016, com um total de US\$ 186 milhões em ativos sob gestão contra US\$ 177 milhões em 2014³⁷. Dos 29 investidores com ativos no Brasil, foram identificados 13 com sede no Brasil e 16 com sede no exterior, ao passo que em 2014 os números eram 9 e 13, respectivamente.

A expectativa de retorno do investimento no Brasil pode ser representada pelo gráfico abaixo:

Gráfico 1 - Expectativa de retorno anual dos investidores de impacto no Brasil em 2016

Fonte: ANDE, 2016, p. 63.

Esses indicadores sofreram mínimas alterações se comparados com os de 2014, quando 53% dos investidores declararam metas de retorno do investimento de 16% ou mais. Em 2016, 50% declararam meta de retorno anual líquido de 16% ou mais.

Com relação aos instrumentos financeiros, a frequência de utilização da dívida aumentou de 32%, em 2014, para 52%, em 2016, enquanto que o uso de participação direta no capital social (*equity*) diminuiu de 84% em 2014 para 67% em 2016, com uma leve queda também na utilização de obrigações conversíveis, cuja frequência passou de 47% em 2014 para 41% em 2016.

³⁶ Todas as referências ao ano de 2014 neste item são feitas ao Relatório ANDE de 2014.

³⁷ O número de organizações que declararam o valor de seus ativos sob gestão em 2016 foi menor que em 2014, passando de oito para sete, de modo que o valor monetário encontrado poderia ser maior caso o número de respondentes desse quesito tivesse sido o mesmo nos dois anos.

Ressalte-se aqui que o uso de instrumento de dívida e de obrigação conversível em participação social traz mais segurança financeira para o investidor, uma vez que este se torna credor da sociedade investida. Especialmente em empresas em estágio inicial (*startup*), pode ser mais interessante para o investidor aguardar uma maior maturidade da empresa antes de tornar-se sócio ou acionista.

Tal se dá porque, ao participar no capital da empresa, o investidor passa a ser titular não apenas dos direitos de sócio, com participação nos dividendos e nas decisões da sociedade, mas também assume um nível de responsabilidade e de exposição a risco muito maior. Esse risco consiste na possibilidade de o investidor vir a ser responsabilizado, sob determinadas circunstâncias, por dívidas fiscais e trabalhistas da empresa, por exemplo. Ao investir por meio de um instrumento de dívida simples ou de uma dívida conversível, o risco é muito menor, pois ele não participa da sociedade como sócio, mas como mero credor, tal como um banco.

No relatório de 2014, os investidores declararam ter como expectativa a realização de 68 investimentos para o ano de 2014. No entanto, o relatório de 2016 aponta que o número de novos investimentos nos anos de 2014 e 2015 foi de 48, no valor total de US\$ 70 milhões. Os setores que mais receberam investimentos foram os mesmos apontados no relatório anterior, ou seja, educação, inclusão financeira e saúde. Para o ano de 2016, a previsão dos investidores era de investir US\$ 105 milhões por meio de 88 operações.

Houve também um aumento no número de entrevistados que disseram mensurar impacto ambiental e social, totalizando 89% em 2016 contra 50% no relatório de 2014. Porém, ainda há a menção de que encontrar os métodos de avaliação adequados continua sendo um desafio.

Enquanto fundações e outras entidades do terceiro setor³⁸ têm atuação relevante no ecossistema de investimento de impacto em países como Estados Unidos e no continente europeu, no Brasil, esse movimento é ainda recente. Na verdade, pode-se falar que esse movimento nasceu no seio

³⁸ Na legislação brasileira existem dois tipos jurídicos para entidades sem fins lucrativos: associação e fundação, ambas regulamentadas pelo Código Civil Brasileiro, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Por apresentar gestão mais complexa, como regras mais rígidas de governança e controle do Ministério Público, a grande maioria das entidades do terceiro setor no Brasil são associações. O que existe também são entidades que possuem em seu nome a denominação de “Fundação”, muitas vezes inspiradas pelo contexto norte-americano, mas que, na prática, do ponto de vista jurídico, são associações.

das fundações, uma vez que o termo foi cunhado pela Fundação Rockefeller, conforme apresentado anteriormente.

Os primeiros passos desse movimento no Brasil são apresentados a seguir.

1.4.1 Fundações e institutos investindo em negócios de impacto

A *Stanford Social Innovation Review*, ao lançar uma série³⁹ de textos específica para tratar da atuação de fundações no mercado de investimento de impacto, demonstra que esse é um tema relevante e que merece ser discutido. No Brasil, a importância dessa agenda é notável e vem sendo trabalhada de diversas formas.

Em outubro de 2015, a Força Tarefa de Finanças Sociais publicou 15 recomendações construídas de forma conjunta por um grupo de trabalho constituído por diversos atores do ecossistema de investimento de impacto no Brasil. Dentre essas recomendações, a de número dois trata especificamente sobre o fomento ao envolvimento de entidades do terceiro setor nessa agenda, conforme descrito abaixo:

Recomendação #02

Protagonismo de Fundações e Institutos em Finanças Sociais

Descrição: A FTFS recomenda a Fundações e Institutos (empresariais, familiares e independentes) que realizem doações e investimentos para viabilizar iniciativas piloto e inovadoras do campo de Finanças Sociais e Negócios de Impacto (FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS, 2015b, p. 21).

De fato, tem-se percebido alguns movimentos que demonstram que essa recomendação vem surtindo efeitos no mercado. O GIFE - Grupo de Institutos, Fundações e Empresas, que reúne mais de cento e vinte associados, todos envolvidos de alguma forma com a realização de atividades sem fins lucrativos, lançou a Rede Temática de Negócios de Impacto Social, cuja primeira reunião foi em 04 de maio de 2016 (GIFE, [201?]).

O autor deste estudo teve oportunidade de comparecer às reuniões da referida Rede Temática e pôde perceber que, na prática, poucos institutos e fundações estão, de fato, investindo em negócios sociais. Muitos participaram das reuniões com o objetivo de conhecer melhor sobre o

³⁹ O nome da série é “Mission Possible: How Foundations Are Shaping the Future of Impact Investing” (em tradução livre para o português, “Missão Possível: Como Fundações estão Moldando o Futuro do Investimento de Impacto”) (SSIR, 2017).

assunto e outros, por exemplo, tomaram a decisão de não aportar recursos financeiros diretamente em negócios de impacto, seja por meio de dívida ou *equity*, mas apoiam o fomento desse tema no ecossistema.

Um exemplo de associação sem fins lucrativos que vem atuando no fomento dessa temática, mas sem investimento direto em negócios sociais, é o Instituto Sabin, com sede em Brasília e ligado ao Laboratório Sabin. O instituto tem atuado na divulgação do tema⁴⁰ e na própria coordenação da Rede Temática de Negócios de Impacto Social do GIFE.

O autor teve oportunidade de participar de outros eventos relacionados aos negócios de impacto, como a iniciativa da ANDE para discutir a mensuração de impacto social por meio dos encontros denominados “Métricas na Prática”, bem como de reuniões da Rede de Medição de Impacto, realizadas pelo Insper Metricis, núcleo da instituição de ensino Insper destinado à realização de pesquisas e aplicação de metodologias para mensuração de impacto social.

Nesses eventos, o autor percebeu a frequente presença de atores do terceiro setor. Ainda, no escritório de advocacia em que atua, o autor notou uma maior curiosidade e interesse de institutos e fundações em conhecer sobre as formas de investimentos, limites e cautelas⁴¹ a serem tomadas no aporte de recursos por entidades do terceiro setor em negócios cujo objetivo era gerar impacto social positivo, mas também lucro.

As principais dúvidas que inquietam as organizações do terceiro setor estão relacionadas à possibilidade de ter sua forma jurídica desconsiderada e, conseqüentemente, ocorrer a responsabilização dos dirigentes, mantenedores ou associados em decorrência de tais investimentos, e até mesmo o recebimento de autuações fiscais ou, no extremo, a perda das imunidades e isenções.

A hesitação dos dirigentes, mantenedores e associados dessas entidades com relação à possibilidade de investir em sociedades empresárias se deve à ausência de previsão legal expressa nesse sentido, o que gera certa insegurança jurídica.

⁴⁰ Um exemplo foi a tradução do guia da Fundação Rockefeller intitulado “Investimento de Impacto: uma introdução”, que contou também com o apoio do Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social - IDIS.

⁴¹ Nesse sentido, ver parecer mencionado na nota de rodapé nº 12.

No entanto, tampouco há na legislação qualquer vedação específica de que associações ou fundações detenham participações em sociedades empresárias. Inclusive, é comum que organizações sem fins lucrativos, inclusive as filantrópicas, adotem práticas comerciais, como aluguel de imóveis recebidos em doação ou a operação de estacionamentos para fins de captação de recursos para desenvolvimento de suas atividades.

Um exemplo de entidade tradicional do terceiro setor que vem há muito tempo investindo recursos financeiros em empresas é a Liga Solidária. Constituída em 1923 como Liga das Senhoras Católicas de São Paulo, a associação sem fins lucrativos possui sete unidades mantenedoras, de colégio a lar de idosos, responsáveis por gerar receitas e auxiliar a Liga nas suas atividades. No ano de 2015, setenta e cinco por cento de sua receita foi decorrente de recursos próprios (LIGA SOLIDÁRIA, 2016).

Em conclusão de parecer jurídico⁴² que contou com a colaboração deste autor, sustenta-se que atividades com fins lucrativos – como investimento em negócios sociais – podem ser exercidas por organizações do terceiro setor, desde que, obrigatoriamente, todos os rendimentos de capital decorrentes de tal atividade sejam revertidos de forma integral para suas finalidades, sendo vedada a distribuição de dividendos aos seus associados e apoiadores.

O desafio presente nesse campo é que há poucos exemplos práticos no Brasil desse tipo de investimento por fundações e associações. Por mais interesse que essas entidades tenham, esse ainda é um assunto novo e que enfrenta resistência de parte do terceiro setor. Um dos questionamentos é se o investimento de impacto vai substituir a filantropia tradicional ou, ainda, como atuar na lógica do investimento de impacto (lucro mais impacto social positivo) em áreas como direitos humanos?

Nota-se que esse é um campo praticamente inexplorado no universo acadêmico nacional e, portanto, terreno fértil para pesquisas de diversas áreas, como administração, economia e direito, citando apenas algumas.

De todo modo, uma das respostas aos questionamentos acima parece ser que o investimento de impacto deve ser visto como uma ferramenta complementar para as associações e fundações, e

⁴² Vide link de acesso ao conteúdo completo do parecer na nota de rodapé nº 12.

não exclusiva ou substitutiva a instrumentos tradicionais, como a doação. Ainda, provavelmente, o investimento de impacto não se encaixará na resolução de todos os problemas sociais e ambientais existentes no mundo de hoje.

A provocação saudável que se coloca é: como as empresas tradicionais podem cada vez mais internalizar os objetivos socioambientais do terceiro setor e como entidades sem fins lucrativos podem se aproveitar da lógica econômica dos negócios tradicionais para potencializar seu impacto, visando sua sustentabilidade financeira e perenidade?

1.5 Problemática observada

A principal característica que diferencia os negócios sociais de negócios “tradicionais” é sua geração de valor socioambiental de forma intencional. Em outras palavras, não basta uma empresa adotar práticas de sustentabilidade para ser considerada um negócio social. Ainda, não é porque um negócio gera grande quantidade de empregos que ele está gerando um impacto social positivo. Até que ponto uma fábrica de cigarros ou agrotóxicos está gerando valor socioambiental, por exemplo?

A intencionalidade é, portanto, elemento essencial para a identificação de um negócio social, independentemente de seu formato jurídico. Segue nesse sentido a opinião de James Austin, professor emérito da Harvard Business School, em entrevista a Gutiérrez et al.:

(...) a forma organizacional que assume uma empresa social não tem relevância, o determinante é a intenção explícita e consciente para criar valor para a comunidade, que vai além do benefício social gerado por uma empresa ao criar emprego. (AUSTIN apud GUTIÉRREZ et al., 2006, p. 407, tradução nossa)

Essa criação de valor pode ser analisada de diversas formas. A forma mais imediata talvez seja por meio do fornecimento de serviços e produtos de baixo custo e, portanto, de forma acessível para a população da base da pirâmide, conforme abordagem trazida por Prahalad & Hart (2002).

Por sua vez, Portocarrero & Delgado (2010) ampliam o espectro da criação de valor social. Para referidos autores, além de consumidores, a população de baixa renda pode atuar também como produtora. Nesse sentido, a geração de valor social poderia ser classificada em aspectos tangíveis e aspectos intangíveis. Segundo referidos autores, o primeiro se divide em aumento de renda e acesso a bens e serviços, por exemplo, por meio da eliminação de intermediários e

redução de preço, respectivamente. De outro lado, os aspectos intangíveis reuniriam elementos de promoção de cidadania e desenvolvimento de capital social.

A análise da geração de valor social passa pela escolha de ferramentas e indicadores para sua correta mensuração (OLIVEIRA FILHO et al., 2013, p. 213), com o objetivo de comprovar se está sendo atingida a intencionalidade de gerar impacto social positivo por meio de um negócio social.

Diante do contexto apresentado anteriormente sobre o mercado de investimento de impacto no Brasil e no mundo, é possível concluir que o setor se encontra em grande expansão, mas o desafio de gerar impacto social acompanhado de lucro – seja em taxas de mercado ou abaixo delas, é um desafio que permanece. Nesse sentido, parece-nos importante analisar a percepção de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto sobre temas relevantes para o avanço dessa agenda no país.

1.6 Questão de pesquisa

Diante do contexto apresentado, a) de desenvolvimento do ecossistema de investimento de impacto e negócios sociais no mundo como um todo, inclusive no Brasil; e b) do interesse cada vez maior dos investidores em gerar impacto social positivo a partir de seus recursos, a pergunta que esta pesquisa visa responder é a seguinte: Quais são as percepções dos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor?

1.7 Objetivos

1.7.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor.

1.7.2 Objetivos Específicos

- Identificar o que se entende por valor social;
- Analisar se e como os investidores de impacto estão gerando valor social por meio de seus investimentos;
- Analisar a percepção dos diferentes atores do ecossistema com relação à taxa de retorno sobre o investimento que deve ser exigida pelos investidores de impacto;
- Identificar se e como os investidores avaliam o potencial do negócio para gerar valor social antes da realização do investimento;
- Identificar se e como os investidores monitoram a geração de valor social;
- Analisar desafios, oportunidades e aprendizados dos diferentes atores do ecossistema em relação a negócios sociais e investimento de impacto no Brasil;
- Analisar as perspectivas dos entrevistados para o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto nos próximos dez anos.

1.8 Justificativa e contribuições

A primeira justificativa para a realização do presente estudo decorre da vivência profissional do autor na assessoria a operações de investimento, o que demonstra um alinhamento com a proposta do mestrado profissional, em que a pesquisa deve se alinhar com a experiência prática do pesquisador (KRAKAUER et al., 2015, p. 8).

Nesse sentido, vale pontuar que, dentro do mercado de investimentos, o autor teve oportunidade de assessorar operações de investimento “tradicional”, cujo objetivo é simplesmente a maximização do lucro, dentro da visão binária de “risco-retorno”; mas também operações de investimento de impacto, em que se inclui o impacto socioambiental positivo como um terceiro elemento na análise de alocação de recursos. Além dessas, ainda pôde assessorar operações de investimento filantrópico, realizadas por entidades do terceiro setor em parcerias com o poder público e com outras organizações sem fins lucrativos.

A segunda justificativa decorre do contexto relatado em itens anteriores sobre o aumento do volume de recursos financeiros alocados para iniciativas que visam gerar impacto social positivo concomitante à geração de retorno financeiro a seus acionistas e investidores. Esse

número crescente de investidores muitas vezes se depara com a constatação de que gerar valor social normalmente é mais difícil do que parece (BREST et al., 2016, p. 1).

Aliás, o desafio na definição de impacto social, muitas vezes confundido com valor social, e a carência de trabalhos acadêmicos que tratam sobre como gerar impacto social de forma mais profunda já foram apontados por pesquisadores como assuntos relevantes para pesquisa nos próximos anos (BARKI et al., 2015, p. 382). Os pontos descritos anteriormente formam, portanto, a base que justifica a relevância do presente estudo.

Como contribuições, este estudo permite analisar a percepção de atores do ecossistema brasileiro de investimento de impacto, como negócios sociais, organizações intermediárias e os próprios investidores, em relação a temas relevantes para o avanço do setor.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Considerações preliminares

Na abertura do “Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial de 2016: Dividendos Digitais”, o presidente do Banco Mundial traz a informação de que “(...) entre os 20% dos domicílios mais pobres, quase sete de cada 10 têm telefone celular” e, em cima desse dado, infere que “(...) é mais provável que os domicílios mais pobres tenham acesso a telefones celulares do que a sanitários e água potável” (BANCO MUNDIAL, 2016b, p. v).

Como se sabe, o estímulo constante ao consumo impede o desenvolvimento sustentável de um país e a melhoria na qualidade de vida de uma população. Em sintonia com o conceito de desenvolvimento trazido por Amartya Sen (2010), a perspectiva utilizada por negócios tradicionais de que a geração de riqueza por uma organização tem o objetivo único de distribuir dividendos para seus acionistas representa um desalinhamento com os desafios enfrentados pelo mundo atual.

A Agenda 2030, composta por 17 objetivos e 169 metas, estabelecida em setembro de 2015 na Cúpula das Nações Unidas sobre o Desenvolvimento Sustentável, não avançará apenas com iniciativas do poder público ou de entidades privadas por meio do chamado “terceiro setor”. É necessário que haja também a participação de negócios com impacto social nesse processo, organizações que visam gerar impacto social positivo e lucro, as quais, por atuarem dentro de uma lógica de mercado, podem apresentar maior potencial de escala em relação a institutos e fundações sem fins lucrativos.

2.2 Breve histórico sobre investimento social privado no Brasil

O surgimento de organizações cuja única missão era de fundo social ganha destaque no Brasil na década de 1990, com a constituição de diversos institutos e fundações familiares e empresariais. É nesse contexto que ganha força a prática do investimento social privado (ISP), assim entendido como o repasse voluntário de recursos privados de forma estruturada para projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público (GIFE, [200?]).

Nogueira & Schommer (2009, p. 8-9) dividem o investimento social privado em quatro modalidades principais:

a) **Investimento social corporativo**, que corresponde ao investimento de recursos privados, realizado por empresas, de modo sistemático e estruturado, em prol de um interesse ou causa coletiva;

b) **Investimento social comunitário**, que consiste na mobilização e articulação entre pessoas, organizações e recursos locais em prol de interesses de uma comunidade ou localidade, em torno de uma organização comunitária ou uma rede de organizações;

c) **Investimento social familiar**, que corresponde à alocação voluntária e estratégica de recursos de indivíduos e famílias para o benefício público, por meio de uma organização criada para tal ou em parceria com organizações existentes; e

d) **Investimento social independente**, que vem da destinação de um fundo patrimonial dedicado a uma causa por um grupo de empresas, organizações ou famílias, que ganha autonomia administrativa e financeira. Esse tipo de investimento social privado é muito comum nos Estados Unidos por meio dos *endowments*⁴³.

O conceito e as práticas de investimento social privado começam a ser divulgadas no país principalmente a partir do surgimento do GIFE, no ano de 1995, que já atuava como grupo informal desde 1989. Dentre suas principais publicações sobre o tema, está o Censo GIFE, pesquisa quantitativa realizada desde 2001 com seus associados, que coleta dados sobre o quanto e como são realizados os investimentos sociais privados no país, identificando os institutos e organizações empresariais que direcionam recursos privados para iniciativas e projetos de finalidade pública (GIFE, 2015).

Outra entidade que teve papel fundamental na divulgação e fomento do ISP no Brasil foi o Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social - IDIS, criado em setembro de 1999. Enquanto o GIFE tem o papel de promover o ISP, ao mesmo tempo em que atende os interesses de seus 129 associados⁴⁴, o IDIS atua na produção e sistematização do estudo sobre ISP no país, por meio de consultorias, programas, capacitação e pesquisas (NOGUEIRA; SCHOMMER, 2009, p. 5)

⁴³ Atualmente há dois projetos de lei em tramitação no país para regulação do tema, um da Câmara dos Deputados – Projeto de Lei nº 4.643/2012, e outro do Senado – Projeto de Lei nº 16/2015, os quais, caso sejam aprovados, podem colaborar para o crescimento desse tipo de investimento social privado no Brasil.

⁴⁴ Dados coletados em 1º de julho de 2017 em <www.gife.org.br/associados>.

Pode-se entender o investimento social privado a partir da reunião de três aspectos:

1. a origem dos recursos: privada e voluntária (o que a diferenciaria de outros tipos de investimento, de origem compulsória, como parte dos recursos do Sistema S);
2. a forma de atuação: planejada, monitorada e sistemática (fundamentalmente buscando resultados, em contraposição às práticas bem-intencionadas mais voluntaristas, amadoras e supostamente ineficientes da caridade tradicional);
3. a finalidade: projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público (colocando-o acima de interesses privados que a empresa ou o filantropo possam ter ao investir no social). (NOGUEIRA; SCHOMMER, 2009, p. 3)

A origem dos recursos é privada e voluntária, pois são provenientes de pessoas físicas ou jurídicas de natureza privada e sem nenhum tipo de exigência legal ou compromisso contratual que os obriguem a realizar tal investimento. Portanto, são recursos realizados com base em um determinado percentual da receita de uma empresa ou mediante a doação de uma verba. As pessoas jurídicas que praticam o investimento social privado são muitas vezes constituídas sob o formato de associações ou fundações.

Essa dependência de recursos financeiros de terceiros é uma das fragilidades das organizações sem fins lucrativos. Aquelas que são mantidas por grupos empresariais dependem dos resultados financeiros da organização mantenedora. A influência da conjuntura econômica sobre o comportamento das empresas é o primeiro assunto a ser tratado no Relatório 2016 do BISC – Benchmarking do Investimento Social Corporativo⁴⁵, o que mostra sua relevância.

No Relatório de 2015 do BISC, referente às atividades de 2014, estimou-se para o ano subsequente uma queda no investimento social em razão das projeções desfavoráveis na economia impactarem o desempenho das empresas registrado em anos anteriores. No entanto, a “agradável surpresa” no Relatório de 2016, foi que o total dos investimentos realizados no ano de 2015 foi o mesmo reportado em 2014, de R\$ 2,6 bilhões. Um volume maior de organizações reduziu seus investimentos, porém, aquelas que aumentaram o fizeram em maior quantidade (BISC, 2016, p. 8)

⁴⁵ A pesquisa BISC teve início em 2008 e tem como objetivo aprimorar o retrato do investimento social corporativo e sua prática pelas organizações. Os dados do Relatório de 2016 foram coletados por meio de levantamento com um grupo de instituições parceiras do BISC, formado por 299 empresas, 23 fundações empresariais, um instituto independente, uma instituição de direito privado sem fins lucrativos e a federação de empresas do setor de indústria do Rio de Janeiro (Sistema FIRJAN) (BISC, 2016, p. 5-6).

Por sua vez, as entidades que não são vinculadas a empresas ou famílias dependem muitas vezes de doações esparsas de pessoas ou associados que se identificam com a causa promovida pelo instituto, cujo fluxo de repasses é significativamente afetado em momentos de crise.

Em relação a isso, Fischer (2012, p. 280) destaca que as raízes da carência e do pouco desenvolvimento de investimentos com finalidade social, seja por meio de políticas públicas, seja por meio de investimentos de empresas privadas, vem de uma agenda onde o social não é visto como um tema estratégico, capaz de gerar desenvolvimento econômico e, em razão disso, apenas uma parcela residual de recursos é destinada para esse fim.

O modelo dos negócios sociais, ao incorporar a lógica de mercado para atingir impactos sociais e lucro, pode ser aplicado tanto a empresas tradicionais quanto a entidades do terceiro setor (COMINI et al., 2013, p. 42). Em certos casos, pode ajudar entidades dependentes de doação a atingirem sua sustentabilidade financeira, ainda que de forma parcial.

2.3 Do empreendedor empresarial ao empreendedor social

Para chegar ao elemento diferenciador do empreendedor empresarial em relação ao empreendedor social, J. Gregory Dees (2001), então professor da escola de negócios de Stanford, recorre às origens da palavra “empreendedor”. Em sua descrição, o autor relata que o termo *entrepreneur* se originou da ciência econômica francesa nos séculos XVII e XVIII, sendo que os créditos pela atribuição de um significado particular a essa palavra normalmente são dados ao economista francês Jean-Baptiste Say, que, em textos da virada do século XIX, define o empreendedor como alguém que cria valor.

Dees descreve a evolução desse termo, que passa por autores como Schumpeter (1982), o qual, no século XX, definiu o empreendedor como um agente de mudança na economia; e Peter Drucker (1987), que destaca, a partir das definições de Say e Schumpeter, que não é toda constituição de um novo empreendimento que representa uma atitude empreendedora – é necessário que haja um elemento de inovação ou orientado à mudança.

Por fim, Dees destaca o trabalho de Howard Stevenson (1983), que acrescentou novo elemento ao termo. Para Stevenson, o empreendedor é alguém que identifica oportunidades, independentemente dos recursos disponíveis – uma vez identificada a oportunidade, o

empreendedor buscará os recursos, ainda que de terceiros. Nem Drucker nem Stevenson estipulam a motivação financeira como elemento necessário ao empreendedor (DEES, 2001, on-line).

Após percorrer esse longo e rico caminho, Dees conclui que o elemento diferenciador do empreendedor social em relação ao empreendedor empresarial é que o primeiro possui uma missão social. Portanto, “empreendedor social” seria uma espécie do gênero “empreendedor”, com desafios que lhe são particulares (DEES, 2001, on-line).

Nessa linha, o empreendedor social é alguém que cria soluções e negócios que nascem com o propósito declarado de gerar impacto social e/ou ambiental positivo. Esse objetivo é buscado tradicionalmente por organizações sem fins lucrativos, mas formatos inovadores, chamados “negócios sociais”, têm surgido com o intuito de gerar impacto social positivo utilizando-se de mecanismos de mercado.

2.4 Negócios sociais

Como foi visto no item anterior, os trabalhos de conceituação sobre novos termos são relevantes e os esforços nesse sentido são necessários para o desenvolvimento da ciência em torno daquele novo fenômeno. Diferentes termos têm sido utilizados para descrever empreendimentos que buscam impacto social e retorno financeiro, tais como “empresas sociais”, “negócios inclusivos”, “negócios com impacto social” e “negócios sociais” (COMINI et al., 2013, p. 42).

Conforme apontam Fischer e Comini (2012, p. 367), há três linhas de origem e definições de conceito na literatura que explicam os negócios sociais: a) a europeia, com foco nas organizações da sociedade civil com funções públicas; b) a norte-americana, que entende os negócios sociais como organizações típicas do setor privado que se dedicam a entregar soluções para problemas sociais; e c) a predominante em países em desenvolvimento, como o Brasil, que destaca as iniciativas de mercado (que visam ao lucro, portanto) cujo objetivo é reduzir a pobreza e transformar as condições sociais de indivíduos excluídos ou marginalizados.

Defourny e Nissens retratam que o conceito de empresa social na Europa surge pela primeira vez na década de 1990, no âmbito das organizações do terceiro setor (2013, p. 6), e a partir de

enfoque dado pela rede europeia de investigação EMES⁴⁶. Os pesquisadores apresentam três grupos de indicadores para três dimensões diferentes, os quais deveriam servir como uma bússola para analisar uma empresa social em relação a outras entidades observadas. São eles:

Quadro 1 – Indicadores de uma Empresa Social

Dimensões econômicas e empresárias	Dimensões sociais	Governança participativa
a) Atividade contínua que produz bens ou serviços: normalmente, estão envolvidas em alguma atividade produtiva e não de <i>advocacy</i> ou patrocínio de projetos de terceiros, como muitas organizações do terceiro setor.	d) Objetivo explícito para beneficiar a comunidade: um dos principais objetivos das empresas sociais é servir à comunidade ou a um grupo específico de pessoas. Uma de suas características é seu desejo de promover um sentido de responsabilidade social em nível local.	g) Alto grau de autonomia: as empresas sociais são criadas por um grupo de pessoas com base em um projeto autônomo e são governadas por estas pessoas. Podem depender de subsídios públicos, mas não são geridas, direta ou indiretamente, por autoridades públicas ou outras organizações.
b) Nível significativo de risco econômico: diferentemente da maioria das entidades públicas, a viabilidade financeira da empresa social depende dos esforços de seus membros e trabalhadores, implicando na assunção total ou parcial dos riscos do empreendimento por parte de seus fundadores.	e) Iniciativa lançada por um grupo de cidadãos ou organizações da sociedade civil: as empresas sociais são resultado de dinâmicas coletivas de pessoas pertencentes a uma comunidade ou grupo de pessoas que compartilham uma necessidade bem definida; essa dimensão coletiva deve manter-se ao longo do tempo, mas não deve se descuidar da importância da liderança de uma pessoa ou pequeno grupo de líderes.	h) Faculdade de decisão não baseada na propriedade do capital: este critério geralmente se refere ao princípio de “um membro, um voto” ou, como mínimo, a um processo decisório em que o poder de voto no órgão de governança que tem o direito de tomar a última decisão não está distribuído segundo a propriedade das ações do capital social.
c) Quantidade mínima de trabalho remunerado: apesar de contar com funcionários remunerados, a empresa social pode combinar recursos monetários e não monetários e trabalhadores remunerados e não remunerados, tal como organizações sem fins lucrativos.	f) Distribuição limitada de lucros: a primazia do fim social se reflete na restrição à distribuição de dividendos. No entanto, as empresas sociais não incluem apenas organizações caracterizadas por uma restrição total à distribuição de lucros, mas também organizações, como as cooperativas de muitos países, que podem distribuir dividendos, mas apenas em quantidade limitada, o que permite evitar um comportamento de maximização de lucros.	i) Natureza participativa, que envolve as diferentes partes afetadas pela atividade: a representação e participação de usuários ou clientes, a influência de diversas partes interessadas no processo decisório e a gestão com maior participação das partes afetadas pela atividade constituem, frequentemente, características importantes para as empresas sociais. Em muitos casos, um dos objetivos das empresas sociais é conseguir maior participação em nível local mediante a atividade econômica.

Fonte: Quadro elaborado pelo autor a partir de Defourny & Nyssens (2013, p. 14 a 16) (grifos nossos)

Na mesma linha da natureza participativa apontada no último indicador do quadro acima, Borzaga e Galera (2009, p. 9) destacam que as principais características das empresas sociais têm o papel de moldar a governança do empreendimento, de modo a garantir uma gestão

⁴⁶ Do original em francês, “*Emergence des Entreprises Sociales en Europe*”, EMES foi um projeto de investigação sobre empresas sociais na Europa realizado de 1996 a 2000, que posteriormente se transformou em uma associação científica internacional dedicada ao assunto (DEFOURNY; NYSSSENS, 2013, p. 13).

democrática e com a participação dos *stakeholders*, contribuindo para que decisões estratégicas sejam tomadas pela comunidade por meio de mecanismos que proporcionem essa participação.

Outra terminologia muito utilizada, especialmente na América Latina é a de “negócios inclusivos”. A rede SEKN – *Social Enterprise Knowledge Network*, formada por dez escolas líderes em formação gerencial da América Latina, Estados Unidos e Espanha, definem negócios inclusivos como organizações que adotam modelos de negócio capazes de conectar os setores de baixa renda a mercados convencionais, não apenas como consumidores de bens ou serviços direcionados à população mais pobre, mas com o potencial real de melhorar substancialmente suas condições de vida (MÁRQUEZ et al., 2010, p. 1).

No Brasil, negócios inclusivos são aqueles que visam criar oportunidades de geração de renda para a população geralmente mais desassistida – mulheres e homens pobres de mais de 40 anos, com fortes laços étnicos e baixa escolaridade, assim como jovens de regiões altamente vulneráveis e sem experiência prévia de emprego (COMINI et al., 2013, p. 49).

A expressão “negócios com impacto social”⁴⁷, por sua vez, costuma ser utilizada para “definir uma empresa que tem objetivos sociais ou uma unidade de negócios incorporada a uma empresa tradicional” (COMINI et al., 2013, p. 49). Trata-se, portanto, de conceito mais amplo que o de empresas sociais, mais relacionado a “pequenas e médias empresas que objetivam a inclusão de desfavorecidos” (COMINI et al., 2013, p. 49).

Sobre os diversos termos empregados para definir modelos negócio que objetivam gerar impacto social e lucro, Comini et al. destacam que

apesar das ambiguidades e da dificuldade de definir um formato único, há crescente interesse neste tipo de empresa que combina o *modus operandi* de uma companhia tradicional com valores sociais e ambientais características de organizações sociais. Ele pode ser resumido na ideia de modelos de negócios que buscam retornos financeiros e ao mesmo tempo benefícios sociais e/ou ambientais em que a intencionalidade é visto como um diferencial importante (2013, p. 52).

Os benefícios sociais almejados pelos negócios de impacto social costumam ser direcionados para a chamada “base da pirâmide” (PRAHALAD; HART, 2002), onde está inserida a maioria dos indivíduos em condições de vulnerabilidade social. Tal como no caso de negócios que

⁴⁷ Sobre informações do contexto histórico e discussões relacionadas a essa expressão no Brasil, ver Comini et al. (2013, p. 49 e 50).

buscam gerar lucro acompanhado de impacto social positivo, a expressão “base da pirâmide” encontra várias definições na literatura. Com relação ao Brasil, Barki destaca que

no Brasil, também não há apenas uma definição para base da pirâmide. Alguns autores a conceituam como pessoas que pertencem às classes C, D e E; outros usam como referência apenas as classes D e E. Existem também estudos que fazem o corte levando em consideração apenas a renda do consumidor (BARKI, 2013, p. 23).

Pela carência de produtos e serviços básicos, esse ambiente apresenta muitas oportunidades para esse tipo de negócio. Nesse sentido, vê-se, por exemplo, que o portfólio de investimentos da Vox Capital, primeiro fundo voltado exclusivamente para negócios de impacto no Brasil, é composto em sua maioria por negócios voltados a atender a população de baixa renda.

Uma de suas investidas é a TEM. Com o slogan “Nós acreditamos que a saúde é um direito de todos”, a empresa se propõe a garantir serviços de saúde com qualidade, rapidez e preços reduzidos.

Fundada em 2014 por Igor Pinheiro e Tuca Ramos como uma administradora de cartões, a companhia comercializa um cartão pré-pago de saúde com a bandeira de sua titularidade “TEM” e possui uma rede de credenciados que inclui médicos, laboratórios, dentistas, fisioterapeutas e outros profissionais da área da saúde. Atualmente, são mais de 2.200 pontos de atendimento no Brasil, cobrindo mais de 500 especialidades médicas e 15.000 tipos de serviços médicos, como análises clínicas, endoscopia e outros (TEM, 2017).

A TEM busca credenciar profissionais da saúde, laboratórios e clínicas que, em sua maioria, já atuam com planos de saúde. É celebrado um contrato de adquirência com seus credenciados e feita uma negociação no mesmo molde que uma operadora de plano de saúde atua, ou seja, é negociado um múltiplo da tabela AMB/CBHPM⁴⁸.

Segundo dados da própria companhia, esse formato de negociação pode atingir uma economia entre 70% e 90% do valor do mesmo serviço, se contratado por cliente particular, fora da estrutura de convênios ou planos de saúde. Diferentemente dos planos de saúde, o Cartão TEM

⁴⁸ A Classificação Brasileira Hierarquizada de Procedimentos Médicos é utilizada como parâmetro para a remuneração de médicos no Brasil. A CBHPM surgiu da ação unificada da Associação Médica Brasileira e outras entidades médicas do país.

não tem limite de idade, carência ou necessidade de informar se há doença pré-existente (MÉTRICAS, 2016).

Um atributo de grande valor para a população com menor grau de instrução apresentado por seu sócio-fundador (MÉTRICAS, 2016) é que os atendentes da central de agendamento da TEM são treinados para identificar a especialidade médica que o paciente necessita ser consultado a partir de informações transmitidas em linguagem popular. Um paciente que relata ao atendente estar com “problemas na vista” é direcionado para o oftalmologista, por exemplo. O empreendedor argumenta, inclusive, que este é um dos motivos para se ter (e manter) o atendimento por telefone – de custo muito mais elevado se comparado ao agendamento por meio eletrônico, pelo aplicativo.

Em razão das características descritas acima, o Cartão TEM se mostra uma alternativa de grande apelo especialmente para a população da base da pirâmide.

Com foco também em negócios envolvendo a população de baixa renda, Muhammad Yunus, ganhador do Prêmio Nobel da Paz em 2006 e fundador do primeiro banco especializado em microcrédito no mundo, defende a existência de dois tipos de negócios sociais. O primeiro são negócios voltados à resolução de algum problema social, autossustentável financeiramente, em que seus investidores/acionistas reinvestem todos os dividendos com o objetivo de expandir e melhorar o negócio (YUNUS, 2010, p. 19-20).

Já o segundo tipo de negócio social “[...] é uma empresa com fins lucrativos de propriedade de pessoas pobres, diretamente ou por intermédio de um fundo destinado a uma causa social predefinida” (YUNUS, 2010, p. 20). Yunus classifica o Grameen Bank como sendo um negócio social do tipo II, uma vez que seus proprietários são pessoas de baixa renda, as quais também são clientes do banco.

O professor apresenta ainda as principais características dos negócios sociais do tipo I por meio de sete princípios, sendo que o primeiro descreve justamente o objetivo do negócio que é “a superação da pobreza ou de um ou mais problemas em áreas como educação, saúde, acesso à tecnologia, meio ambiente etc. que ameaçam as pessoas e a sociedade – e não a maximização dos lucros”. Outro princípio, o de número 3, é que “os investidores recebem de volta apenas o

montante investido. Não se paga nenhum dividendo além do retorno do investimento inicial” (YUNUS, 2010, p. 21).

Em razão da restrição à distribuição dos dividendos apenas para negócios sociais do tipo II, ou seja, se as ações forem detidas pela população pobre, a definição de Yunus de negócio social é tida como mais conservadora. Como o presente estudo tem o objetivo de estudar investimentos de impacto realizados em negócios sociais com expectativa de retorno financeiro para seus acionistas, adotar-se-á um conceito mais abrangente, como o que vem sendo proposto pela Força Tarefa de Finanças Sociais⁴⁹ (2015b), que admite a distribuição de dividendos aos respectivos acionistas e investidores do negócio social.

A possibilidade de aferição de lucros por negócios sociais tem suporte teórico no entendimento do professor da Harvard Business School, Michael Chu, segundo o qual é necessário, para eliminação da pobreza, um tipo de intervenção que compreenda quatro atributos: (i) capacidade de atingir um grande número de pessoas; (ii) capacidade da intervenção se sustentar ao longo do tempo, geração após geração; (iii) eficácia em atingir os resultados pretendidos e (iv) eficiência para que a intervenção custe cada vez menos (CHU, 2007, p. 137).

Segundo Chu, o único mecanismo que entrega esses quatro atributos são os negócios. Não no sentido de um empreendimento individual, pois este pode nascer, crescer e desaparecer ao longo do tempo, mesmo em se tratando de grandes corporações (CHU, 2007, p. 138). O autor defende que o resultado de um negócio lucrativo é a criação de uma indústria, que ano após ano está pronta para atender as necessidades do mercado, como é o caso da indústria de microcrédito, voltada a oferecer crédito à população de baixa renda (CHU, 2007, p. 138).

Esse contraste de posições defendidas por Yunus e Chu chegou a ser objeto de debate no Fórum Mundial de Microfinanças, ocorrido em outubro de 2008, em Genebra. As perguntas feitas pelo mediador foram direcionadas a explorar justamente as diferenças entre os dois professores com relação ao conceito de negócio social e a possibilidade de distribuição de dividendos aos acionistas, de modo que Chu, ao final do debate, disse que chegou a se sentir desconfortável com a situação, uma vez que não puderam explorar os diversos pensamentos em comum entre ambos (FERRIS, 2008, p. 11).

⁴⁹ A Força Tarefa Brasileira de Finanças Sociais foi criada em maio de 2014 e é composta por representantes de diferentes setores engajados no avanço do campo de Finanças Sociais no Brasil.

Interessante notar que a própria possibilidade de distribuição de dividendos é uma das semelhanças entre os dois autores. A diferença está em quem pode ser destinatário final do lucro. Para Yunus, os lucros do negócio social podem ser distribuídos aos acionistas apenas se a propriedade das ações do negócio social seja da população pobre (FERRIS, 2008, p. 3), como no caso do Grameen Bank. Portanto, é equivocada a definição simplista de que na visão de Yunus não é permitida a distribuição de lucros.

A existência de diferentes definições para o conceito de “negócio social” é destacada por Rosa Maria Fischer (2014, p. 125) ao pontuar que, “por se tratar de fenômeno relativamente recente e em virtude da multiplicidade de negócios que vem surgindo no âmbito dessa tendência, não é possível utilizar uma nomenclatura única [...]”.

No caso de fundos de investimento de impacto, além de distribuição de dividendos aos acionistas, é comum também a cobrança de uma taxa de sucesso da equipe de gestão, a qual, em se tratando de negócios sociais, idealmente deve considerar o sucesso no impacto social, e não apenas o retorno financeiro. Nesse sentido, Daniel Izzo, sócio e diretor executivo da Vox Capital, destaca que

No Brasil, a Vox Capital foi a primeira empresa de *venture capital* a trabalhar no modelo de investimentos de impacto, ou seja, a investir apenas em empresas que aspiram causar impacto social positivo, além do retorno financeiro. Uma das inovações desenvolvidas pela empresa, para garantir maior alinhamento com os interesses dos investidores, é considerar métricas de impacto social no cálculo da taxa de sucesso. (IZZO, 2013, p. 166)

No próximo item será construído o referencial teórico a respeito da temática de investimento de impacto.

2.5 Investimento de impacto

Um executivo que deixa sua posição de liderança em um instituto sem fins lucrativos para se dedicar à criação de uma *start up* com fins lucrativos cujo propósito é criar uma solução tecnológica para melhorar a educação pública. Um empresário aposentado que decide dedicar parte de seu tempo e recursos financeiros na concepção de um negócio social a partir de um projeto de educação inclusiva que surgiu em uma associação filantrópica. Uma empresa

multinacional brasileira que resolve se tornar uma Empresa B⁵⁰, tornando-se a maior *B Corp* do mundo e a primeira da América Latina de capital aberto.

Esses são alguns movimentos que o autor vivenciou em sua carreira profissional e que se relacionam diretamente com a temática de investimento de impacto. À medida que aumentamos nosso envolvimento em iniciativas dessa natureza e aprofundamos os estudos sobre o assunto, surge a dúvida se somos nós que estamos afunilando nossos círculos de relacionamento e foco de leitura ou se, de fato, há um aumento no interesse, prática e divulgação desse tema. Os relatórios que analisamos anteriormente demonstram que essa última percepção é uma realidade.

Iniciado em 2003 no Brasil (ANDE, 2014), o mercado de investimento de impacto vem se desenvolvendo com bastante vigor desde então. Segundo definição do banco norte-americano J.P. Morgan, “investimentos de impacto são investimentos realizados com a intenção de gerar impacto positivo, além de retorno financeiro” (2010, p. 5, tradução nossa).

Ou seja, o foco do investimento de impacto são negócios sociais, conforme descrito no item 2.4 acima. Já temos alguns fundos de investimento de impacto atuando no Brasil, nacionais e estrangeiros, em setores diversos, de habitação e saneamento até inclusão financeira.

Para Bugg-Levine & Emerson (2011), esse é um movimento disruptivo. Segundos esses autores, o investimento de impacto é poderoso por sua simplicidade, e é disruptivo, pois apresenta uma nova proposta para a tradicional visão dualista na alocação de recursos, desconstruindo a ideia de que investimentos com finalidade lucrativa devem produzir apenas retornos financeiros. Ao passo que, para obtenção de retornos sociais, as pessoas deveriam realizar doações a entidades sem fins lucrativos que visam combater problemas sociais ou aguardar a iniciativa do poder público para resolvê-los (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011, p. 10).

Como visto no início deste trabalho, o termo “investimento de impacto” foi cunhado em 2007. No entanto, sua origem se relaciona à tradição secular de que a população rica deveria ser

⁵⁰ As *B Corps*, chamadas de “Empresas B” no Brasil, são organizações que visam lucro. Certificadas pela B-Lab, tais empresas cumprem com rigorosos padrões de desempenho, prestação de contas (*accountability*) e transparência social e ambiental. Por sua vez, B-Lab é uma organização sem fins lucrativos descrita na nota de rodapé nº 29.

responsável pelo bem-estar da comunidade em geral, passando pelos *Quakers* no século 17 na Inglaterra, que buscavam alinhar seus investimentos aos seus valores, e também às congregações *Shaker* na América Colonial nos anos de 1800, que lançavam negócios alinhados com seus valores sociais na fundação de comunidades religiosas (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011, p. 11).

Mais recentemente, o investimento de impacto encontra sinergia com o movimento ambiental dos anos 70, campanhas de desinvestimento antiapartheid dos anos 80 e movimentos recentes de *advocacy* sobre comércio justo e investimentos socialmente responsáveis. Na opinião de Bugg-Levine & Emerson (2011), aspectos do investimento de impacto estiveram presentes no mundo por séculos e o que vemos nos tempos atuais seria simplesmente a “última iteração que liga economia com aspectos ambientais e sociais da experiência humana” (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011, p. 11).

Judith Rodin e Margot Brandenburg (2014), ambas com passagem em posições relevantes na Fundação Rockefeller⁵¹, destacam como principais características do investimento de impacto as seguintes:

- No centro do investimento de impacto, está a presença de um objetivo duplo – o desejo ativo de atingir resultados ambientais ou sociais positivos bem como resultados financeiros.
- Investimento de impacto pode complementar a filantropia e ser utilizado por filantropos, mas não é filantropia – diferente de doações, investimentos de impacto são feitos com uma expectativa de retorno financeiro.
- Investimento de impacto é mais que “não ser prejudicial” – é um investimento positivo feito em uma empresa que tem o potencial de resolver um problema específico ou entregar um serviço específico ao mesmo tempo em que gera lucro ou ao menos é financeiramente sustentável.
- Tanto os investidores de impacto quanto os negócios em que eles investem – nós os chamamos de negócios de impacto, embora eles sejam frequentemente referidos como negócios sociais – registram performance financeira bem como social e ambiental relevantes em relação a seus portfólios e empresas. (2014, p. 7-8, tradução nossa)

Na visão de Emerson (2003), o objetivo duplo destacado por Rodin & Brandenburg acima seria um resgate do próprio conceito de valor que teria se perdido ao longo dos tempos. Para referido autor, na verdade, a geração de valor sempre será um composto de três elementos primários, composto esse batizado de *blended value* pelo autor, quais sejam: econômicos, sociais e ambientais, independentemente de seu formato jurídico ou foco de atuação (EMERSON, 2003, p. 44).

⁵¹ Judith Rodin foi presidente da Fundação Rockefeller de março de 2005 a janeiro de 2017. Por sua vez, Margot Brandenburg foi Diretora Associada Sênior da Fundação Rockefeller de agosto de 2006 a abril de 2013.

Ao colocar luz ao elemento de retorno financeiro, Rodin & Brandenburg (2014, p. 7-8) esclarecem o que não é investimento de impacto. Ou seja, a alocação de recursos para fins sociais sem a contrapartida de retorno financeiro, nem que seja apenas o retorno do principal, não pode ser interpretada como investimento de impacto.

O autor do presente trabalho tem percebido que o próprio conceito de investimento de impacto e sua abrangência suscita debates em eventos e reuniões com atores do terceiro setor. Nota-se uma preocupação com a possibilidade de o investimento de impacto substituir a filantropia no médio ou longo prazo. No entanto, parece haver certa unanimidade entre os atores do ecossistema de que o investimento de impacto se apresenta como um instrumento a mais na alocação de recursos privados para gerar impacto social positivo. Sendo, portanto, complementar à filantropia e não substitutivo ou excludente (FTFS, 2015b, p. 32).

E mais, a filantropia pode ser um aliado estratégico relevante para os negócios sociais em estágio inicial. Na Carta de Princípios para Negócios de Impacto no Brasil, publicada pela Força Tarefa de Finanças Sociais em abril de 2015, o terceiro princípio é o “Compromisso com a Lógica Econômica” (FTFS, 2015a, p. 8).

Na descrição desse princípio, é feita uma divisão em estágios de aderência à lógica econômica, sendo que, no Nível 1, estariam inseridos negócios de impacto dependentes de capital filantrópico para cobrir mais de 50% de seus custos operacionais. Tal dependência idealmente deveria ser reduzida de forma progressiva até o Nível 4, estágio em que o negócio teria atingido sua sustentabilidade financeira e já não dependeria de recursos filantrópicos, na maior parte das vezes transferidos por meio de doação (FTFS, 2015a, p. 8).

A terceira característica trazida por Rodin & Brandenburg (2014) na transcrição acima, é que o investimento de impacto é mais que “não ser prejudicial”. Ou seja, não basta uma empresa realizar iniciativas para diminuir o impacto negativo que sua fábrica gera no meio ambiente do entorno onde está localizada para que seja considerada um negócio social. Dessa característica, pode-se inferir que a intencionalidade é essencial para identificar um investimento de impacto.

Diretamente relacionada a essa intencionalidade está a mensuração do impacto social alcançado. É justamente a partir desses dois elementos-chave que vem se sedimentando o conceito de investimento de impacto (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011, p. 13).

A quarta característica elencada por Rodin & Brandenburg (2014) no excerto acima menciona o elemento do registro da performance do negócio de impacto. Em outras palavras, só pode ser considerado investimento de impacto o recurso alocado com o propósito expresso de gerar retorno financeiro acompanhado de retornos sociais, a partir da resolução de problemas sociais específicos. Assim como ninguém tem dúvida sobre a necessidade de (e como) calcular o resultado financeiro, à mensuração do impacto social deveria ser dada a mesma importância. Até porque, “quanto menos rigorosos formos na medição, mais fácil será chamar tudo de impacto” (IZZO, 2017, on-line).

Se o objetivo é gerar impacto na resolução de problemas sociais que afetam principalmente a população mais pobre, a mensuração desse impacto deveria servir não apenas para o próprio negócio realizar eventuais ajustes em sua estratégia e melhorar sua performance, mas também para que o investidor possa analisar se seu dinheiro está sendo bem alocado e, conseqüentemente, aumentar ou diminuir a remuneração do gestor do fundo de investimento, se for este o veículo utilizado para a alocação de recursos.

Por fim, esses resultados (exitosos ou não) deveriam ser divulgados ao público em geral. A competição na indústria de investimento de impacto ganha uma conotação curiosa. Se a razão principal de sua existência é potencializar e acelerar a resolução de problemas sociais que assolam mais de 760 milhões de pessoas no mundo em situação de pobreza extrema⁵² (BANCO MUNDIAL, 2016a, on-line), a inovação disruptiva, como mencionada anteriormente, trazida pelo investimento de impacto, parece só fazer sentido se os aprendizados do setor forem compartilhados com o maior número de pessoas possível.

Na opinião deste autor, o principal ator do ecossistema de impacto que pode fomentar essa agenda parece ser justamente o investidor. Devido ao alto risco existente no investimento em tipos de negócio ainda pouco conhecidos, como é o caso dos negócios sociais, a maioria do capital alocado para o setor é proveniente de pessoas de alta renda, fundos formados por grupos familiares (também chamados de *family offices*), órgãos multilaterais, como o Banco Mundial, ou do setor social privado de forma geral. Apesar do crescente interesse, há ainda pouco investimento de investidores institucionais, fundos de pensão e bancos de investimento (IZZO, 2013, p. 152).

⁵² Segundo o Banco Mundial, considera-se como pobreza extrema as pessoas que vivem com menos de U\$ 1,90 por dia.

Segundo Freireich & Fulton (2009), os investidores de impacto podem ser classificados em dois grupos, com base em seu objetivo primário: *impact first* ou *financial first* (em tradução livre para o português, impacto primeiro e financeiro primeiro, respectivamente).

No grupo *impact first* estariam classificados os investidores que priorizam o impacto social de seu investimento e, portanto, estariam dispostos a abrir mão de parte do retorno financeiro, se necessário (FREIREICH; FULTON, 2009, p.31). De qualquer forma, os investidores incluídos nesse grupo exigem um mínimo de retorno financeiro (e, por isso, continua sendo entendido como investimento de impacto), porém, na maioria das vezes, abaixo da taxa de mercado. Em razão do foco no lado social, costumam estar inseridos nesse grupo as organizações da sociedade civil sem fins lucrativos, como fundações e institutos (IZZIO, 2013, p. 153).

De outro lado, estão os investidores do tipo *financial first*, que priorizam o retorno financeiro em suas decisões de investimento. Por essa razão, costumam ser investidores tradicionais que desejam incluir algum aspecto de retorno social em seus investimentos, e, portanto, exigem um mínimo de impacto social como contrapartida. Esse tipo de investidor argumenta que, com a priorização do resultado financeiro é possível obter maior crescimento do negócio e, conseqüentemente, um maior número de pessoas será beneficiado por aquela solução, produto ou serviço (IZZIO, 2013, p. 154).

Os autores Freireich & Fulton (2009) exemplificam essa segmentação a partir da seguinte figura:

Figura 2 – Segmentos de Investidores de Impacto

Fonte: FREIREICH; FULTON, 2009, p. 32 (tradução nossa).

É interessante destacar que, apesar de terem prioridades diferentes, nos dois grupos de investidores de impacto está presente a exigência de um retorno duplo – impacto social e retorno financeiro (ainda que um ou outro em patamares mínimos, conforme explicado anteriormente).

Nesse sentido, não há como julgar que um é melhor que o outro. Isso dependerá sempre do caso concreto. Pode ser, por exemplo, que apenas investidores *financial first* consigam atuar de forma exitosa em setores com alto nível de competitividade, e provavelmente com perfil mais agressivo. Do mesmo modo, pode ser que investidores do tipo *impact first* sejam os mais indicados em negócios sociais em estágio inicial, ainda sem sustentabilidade financeira, já que nesse grupo a prioridade é o impacto social e não o lucro.

Com relação aos instrumentos de investimento utilizados para aporte de recursos em negócios sociais, nota-se que as opções disponíveis são muito similares às utilizadas para financiamento dos negócios “tradicionais”.

As estruturas de investimento típicas de operações de *venture capital* se aplicam também aos investimentos realizados em negócios sociais. Portanto, é possível realizar o investimento com a aquisição direta de participação societária (conhecido no mercado por seu termo em inglês

equity), via dívida conversível em participação ou, ainda, por meio de um contrato de opção, no qual o investidor adquire o direito futuro de subscrever quotas ou ações naquele negócio social.

Como visto em capítulos anteriores, a figura da doação, típica do terceiro setor, pode ser também utilizada como forma de fomentar negócios sociais, especialmente as doações com encargo, que trazem maior segurança ao investidor de que o valor doado será efetivamente direcionado à determinada finalidade pré-estabelecida em acordo formal escrito.

Não obstante ser possível utilizar qualquer das formas descritas acima, Bugg-Levine & Emerson apontam que o caminho mais curto entre as escolhas de investimento e o correspondente impacto social é por meio da celebração de empréstimos e investimentos em participação societária (*equity*). Portanto, essas duas formas – dívida e *equity* – seriam o foco principal do movimento de investimento de impacto, em razão do poder inigualável que esses tipos de investimento têm para gerar impacto social (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011, p. 13).

Por mais que a utilização da doação como fonte de financiamento de sociedades empresárias constituídas para gerar lucro e impacto social possa ser entendida como uma fonte nova de recursos, não disponível para negócios tradicionais (afinal, se não há um objetivo social por trás, por qual motivo o investidor decidiria realizar uma doação e não um empréstimo ou aquisição de participação societária?), tal instrumento não pode ser interpretado como uma inovação trazida pelos negócios sociais, dado ser amplamente utilizado por organizações da sociedade civil sem fins lucrativos no financiamento de seus projetos e parcerias, bem como, para sua própria sustentação financeira.

A inovação trazida pelo investimento de impacto fica por conta dos chamados Títulos de Impacto Social, em inglês *Social Impact Bonds* (na forma abreviada, *SIBs*), que são contratos de performance celebrados com o setor público com o objetivo de remunerar entes privados pela performance obtida, por exemplo, na redução da taxa de incidência criminal de ex-detentos de determinado estado ou município. Portanto, os investidores só receberão retorno caso os objetivos sociais acordados sejam atingidos.

A estrutura de um título de impacto social pode ser representada a partir da seguinte figura:

Figura 3 - Estrutura de um Título de Impacto Social

Fonte: Adaptado de Lazzarini & Rotondaro (2016, p. 21).

Em primeiro lugar, é identificado um problema em uma comunidade ou grupo específico de pessoas que o governo possa ter interesse de resolver e remunerar pela aplicação de uma solução, mas apenas se esta for eficiente e reduzir aquele problema. Em seguida, busca-se identificar uma organização (empresa ou entidade do terceiro setor) que tenha uma solução para resolver ou diminuir tal problema. É nesse momento que os investidores de impacto atuam como financiadores da organização para o desempenho de suas atividades. Logo após o início do desenvolvimento das atividades é contratado um avaliador independente para acompanhar a implementação e resultado dos serviços e, caso os resultados mensurados sejam positivos e dentro de parâmetros previamente acordados, o governo remunera os investidores.

Já adotado em países como Inglaterra, onde se originou, além de Estados Unidos, Austrália e Canadá, o *social impact bond* ou contrato de impacto social, como tem sido apresentado em alguns debates⁵³, tem sido objeto de estudos sobre a possibilidade de sua utilização no país, face a legislação brasileira e a escassez de dados sobre os custos de problemas sociais. Segundo informações divulgadas no mercado⁵⁴, os primeiros contratos de impacto social devem ser

⁵³ Um exemplo é o seminário realizado no INSPER em 22 de novembro de 2016, intitulado “Inovação em Contratos de Impacto Social (CIS): Experiência Mundial e Agenda para o Brasil”. Programação disponível em <<https://www.insper.edu.br/nucleo-medicao-investimentos-de-impacto/acontece/inovacao-contrato-impacto-social>>. Acesso em: 02 jul. 2017.

⁵⁴ O Relatório 2016, da FTFS, apresenta uma descrição desses dois contratos de impacto social que estão sendo estruturados no Brasil. Relatório disponível em: <<http://forcatarefainancassociais.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Relatorio-resultados-vfinal.pdf>>. Acesso em: 02 jul. 2017.

celebrados no âmbito do governo de São Paulo, na área de educação, contando com apoio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), e no âmbito do governo do Estado do Ceará, na área de saúde, contando com o apoio da SITAWI⁵⁵.

A estrutura do SIB é interessante, pois é um instrumento que só funciona com a presença de diversos atores do ecossistema – investidores, privados e públicos, intermediários, representados pelo avaliadores independentes e negócios sociais, que podem atuar como provedores dos serviços. É essa atuação conjunta que permite a geração de valor social para os beneficiários da intervenção realizada por meio de um SIB. A geração de valor social será analisada no item a seguir.

2.6 Geração de valor social

Conforme visto no item 2.5, a proposta de *blended value* trazida por Emerson (2003) implica em reconhecer que a geração de valor sempre será composta de elementos sociais, ambientais e econômicos e, portanto, não se pode imaginar que um determinado negócio ou iniciativa gere apenas impacto social ou apenas impacto financeiro. Trazendo esse conceito para exemplos práticos, pode-se inferir que uma entidade filantrópica sem fins lucrativos não gera apenas valor no aspecto social. De outro lado, uma sociedade empresária não tem como resultado apenas impactos econômicos.

No entanto, em razão do foco do presente estudo, este item abordará apenas os aspectos sociais em sentido amplo, assim compreendidos tanto a geração de valor apenas social, apenas ambiental ou ambos.

A geração de valor é inerente ao empreendedorismo desde suas origens. Jean-Baptiste Say já dizia, por volta de 1800, que “o empreendedor movimenta recursos econômicos de uma área de baixa produtividade para outra de maior produtividade e rendimento” (DEES, 2001, on-line). Segundo a definição de Say, podemos inferir que o resultado alcançado por meio do aumento da produtividade e do rendimento é justamente o valor criado por aquela iniciativa ou empreendimento.

⁵⁵ Organização descrita no item 1.3.

No que toca o aspecto social, como identificar, classificar e mensurar que tipo de valor foi criado? Tal como vimos com relação ao termo “negócios sociais”, há também diversos autores com abordagens diferentes sobre o que seria a geração de valor social. Identificar o que os diferentes atores do ecossistema de investimento de impacto brasileiro entendem por valor social é, inclusive, um dos objetivos deste trabalho. Como parte desse objetivo, buscar-se-á classificar a percepção dos entrevistados em alguma das categorias apresentadas neste item.

O ponto de partida para essa análise é diferenciar valor social de impacto social. Para os economistas do banco mundial, Shahidur R. Khandker, Gayatri B. Koolwal & Hussain A. Samad (2010), apesar do valor social ser gerado ao longo de determinada iniciativa ou intervenção, o impacto só se comprova com o isolamento dos efeitos dessa iniciativa (política pública ou negócio social, por exemplo) de outros fatores, sendo essa a questão mais importante na avaliação de impacto (2010, p. 4).

Ou seja, segundo referidos autores, só se pode falar em “impacto” quando for possível realizar a comprovação de que tal resultado (melhoria do bem-estar, por exemplo) foi atingido em razão das atividades de determinado empreendimento, e não da melhoria da economia do país ou outro fator alheio à intervenção realizada.

Não obstante o impacto ser o objetivo final de um negócio social, é importante que desde sua concepção os empreendedores realizem um mapeamento de toda a cadeia de valor de seu negócio, utilizando informações de *inputs*, *outputs* e *outcomes*. A figura a seguir representa a estrutura proposta pelos economistas do Banco Mundial citados anteriormente, inserida em uma matriz de custo e complexidade.

Figura 4 – Estrutura de Avaliação de Impacto

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da estrutura proposta por Khandker et al. (2010, p. 9)

Os *inputs* seriam todos os recursos alocados para aquela intervenção, incluindo salário da equipe envolvida e capital necessário para início das atividades. Os *outputs* são indicadores mais tangíveis, que podem ser facilmente observados como consequência direta das atividades de determinado negócio social. O conjunto formado pelos *inputs* e *outputs* formam os indicadores intermediários, que cobrem tanto a etapa de implementação quanto de desenvolvimento da intervenção (KHANDKER et al., 2010, p. 9).

Tais indicadores são relativamente fáceis de serem mensurados, tanto no aspecto de custo quanto de tempo. Seu acompanhamento é essencial para atingir o objetivo final de avaliação do impacto, pois é a partir da análise desses indicadores que os empreendedores poderão realizar eventuais ajustes nas atividades de seu negócio.

Por sua vez, os indicadores finais são formados pelos *outcomes* e pelo impacto em si. Os *outcomes* são representados pelas mudanças observadas na população impactada por determinada intervenção ou pelos usuários dos produtos e serviços de um negócio social, como redução da poluição ou da pobreza de pessoas residentes na região que recebeu aquela iniciativa. Por sua vez, o impacto é a representação daquilo que ocorreu, única e exclusivamente, em razão de determinada intervenção, ou seja, sem aquele negócio ou iniciativa não seria possível atingir tal mudança.

No caso de uma escola social que se propõe a realizar a inclusão de jovens no mercado de trabalho a partir do ensino de marketing digital e cursos similares, como é o caso do CTC Digital, mencionado na Introdução deste trabalho, o principal resultado pretendido pelo idealizador da escola, declarado em conversas com o autor deste trabalho, é que o aluno egresso consiga gerar renda a partir do conhecimento adquirido, seja dentro de uma organização ou criando a sua própria.

De acordo com a estrutura proposta por Khandker et al. (2010), a comprovação que esse impacto de fato ocorreu só será possível com a realização de uma pesquisa para verificar se e como ex-alunos do CTC Digital conseguiram realizar alguma atividade que gerasse renda para eles e comparar esses resultados com um grupo semelhante de jovens (grupo de controle) que não teve acesso à referida escola social. O impacto será demonstrado pela diferença entre o resultado alcançado por jovens egressos do CTC em comparação com o resultado que jovens em situação similar atingiram independentemente de terem frequentado o CTC.

Nesse sentido, os economistas do Banco Mundial destacam que

o [processo] de Monitoramento e Avaliação avalia como uma intervenção evolui ao longo do tempo, avaliando os dados disponíveis do escritório de gerenciamento do projeto em termos de objetivos iniciais, indicadores e resultados [*outcomes*] relacionados com o programa. (...) A avaliação de impacto proporciona um quadro suficiente para entender se os beneficiários estão, de fato, beneficiando-se daquele programa – e não de outros fatores (KHANDKER et al., 2010, p. 4)

O exposto nos parágrafos anteriores nos mostra que a intencionalidade que deu origem a determinado negócio social, apesar de necessária, não é suficiente para garantir que o impacto social positivo seja alcançado. Mensurar esse impacto, por sua vez, é um grande desafio. No âmbito acadêmico, diversos autores têm se debruçado em classificar potenciais impactos possíveis.

Portocarrero & Delgado (2010), a partir da análise de trinta e três negócios inclusivos de onze países diferentes da América Latina mais Espanha, ampliam a proposta de geração de valor social para a população de baixa renda, na forma como foi originalmente exposta no artigo seminal de Prahalad & Hart (2002) e posteriormente no livro de Prahalad (2005).

Para estes últimos autores, as empresas poderiam auferir lucros por meio da disponibilização de seus produtos e serviços à população da base da pirâmide, mercado relativamente pouco explorado. Ao facilitar o acesso a produtos e serviços de baixo custo, porém de qualidade, as empresas estariam atuando diretamente na melhoria do bem-estar da população pobre (PRAHALAD; HART, 2002, p. 1).

No entendimento de Portocarrero & Delgado (2010), as condições de vida da população da base da pirâmide podem ser melhoradas por meio de “negócios inclusivos”, assim chamados por terem a intencionalidade expressa de conectar os setores de baixa renda com os mercados convencionais de forma efetiva (MÁRQUEZ et al., 2010, p. 4). Vai além, portanto, da inclusão de pessoas pobres como público consumidor, ao permitir que alcancem um desenvolvimento no sentido mais amplo (SEN, 2010, p. 29), por meio de sua inserção na cadeia de valor de determinado negócio.

Reconhecendo que “valor” é um conceito tripartite (EMERSON, 2003, p. 44), os autores Portocarrero & Delgado propõem a compreensão da geração de valor social por meio da divisão em quatro dimensões analíticas. As duas primeiras dimensões se referem a resultados tangíveis

e são representadas pelo aumento de renda e acesso a bens e serviços – esta última muito similar à proposta de valor social de Prahalad & Hart (2002). Na dimensão de resultados intangíveis, estão a construção de cidadania e desenvolvimento de capital social (PORTOCARRERO; DELGADO, 2010, p. 303).

A partir dessa proposta com quatro dimensões, os autores analisaram os trinta e três negócios inclusivos e chegaram ao seguinte resultado:

Quadro 2 - Principais elementos observados na geração de valor social

Aumento de renda	Acesso a bens e serviços
<ul style="list-style-type: none"> • Produção de matérias-primas para empresas. • Especialmente produtos agrícolas ou de setores relacionados e em zonas rurais. • Organização e associação dos produtores ou integração em cadeias produtivas. • Aumento de produtividade por capacitação e assessoria técnica. • Eliminação de intermediários. • Certificação de produtos diferenciados. • Melhores cadeias de comercialização. • Economia em compras habituais. 	<ul style="list-style-type: none"> • Preços reduzidos. • Pagamento parcelado de bens ou serviços ou sistemas pré-pagos. • Presença física em zonas rurais e urbanas periféricas. • Investimento privados em equipamentos, infraestrutura e redes de distribuição. • Flexibilização do acesso a mecanismos de crédito. • Eliminação de barreiras para a educação.
Construção de cidadania	Desenvolvimento de capital social
<ul style="list-style-type: none"> • Reconhecimento e exercício de direitos básicos (vida, trabalho, etc.) • Defesa de interesses políticos. • Maior visibilidade e dignidade para os setores de baixa renda e grupos marginalizados. • Intermediação de oportunidades de trabalho para pessoas com deficiência, grupos marginalizados e pessoas com baixa ou sem qualificação. • Validação da identidade de indivíduos não registrados. • Acesso físico a mercados para venda da produção realizada por setores de baixa renda. • Consciência ambiental. • Promoção de hábitos de higiene, ordem e relacionamento de consumo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Desenvolvimento de redes e fortalecimento de vínculos e competências locais. • Criação de um sentimento de pertencimento à comunidade. • Articulação de redes sociais. Aprofundamento de confiança, reciprocidade e cooperação. • Maior disponibilidade de recursos próprios e de terceiros, por meio de contato e interação. • Empoderamento dos setores de baixa renda para canalizar e expressar suas necessidades. • Melhoria da autoestima. • Associação de interesses individuais. • Vinculação de grupos sociais dispersos com governos locais, empresas, novos mercados ou clientes.

Fonte: Portocarrero & Delgado, 2010, p. 327 (tradução nossa)

Cada um dos elementos acima representa um valor social gerado para uma pessoa ou grupo de pessoas com baixa renda e, portanto, são resultados práticos de valor social sob a ótica dos beneficiados e do empreendedor (OLIVEIRA et al., 2013, p. 219). Nota-se que muitas vezes são elementos complementares, o que demonstra tratar-se de conceito complexo e multidimensional (PORTOCARRERO; DELGADO, 2010, p. 326).

O valor social gerado na dimensão “aumento de renda” é resultado de atividades de empresas que, de forma declarada ou não, permitem que pessoas e famílias percebam um aumento de seus rendimentos por meio de seu modelo de negócio. Essa proposta de valor pode ser adotada por empresas de diversos portes, com atuação regional, nacional ou multinacional. As empresas que atuam na venda direta, por exemplo, têm o potencial, de forma geral, de aumentar a renda das pessoas que compõem o seu canal de distribuição, ainda que nem sempre possuam a intencionalidade de gerar valor social de forma expressa.

Ainda dentro da dimensão citada no parágrafo acima, a eliminação de intermediários é um elemento que deixa muito claro o potencial de geração de renda para produtores de determinada matéria prima ou insumo. É o caso das cooperativas⁵⁶ agrícolas, como a Cocamar Cooperativa Agroindustrial, fundada em 1963, no município de Maringá, Estado do Paraná. A cooperativa, além de eliminar intermediários, oferece assessoria comercial e comercializa a produção de aproximadamente treze mil associados (COCAMAR, [201?]).

As empresas de venda direta, por sua vez, ao eliminar a figura do varejista, permitem que suas revendedoras adquiram produtos com desconto e os revendam para pessoas de seu círculo de amizades, familiares e até mesmo pela internet. A geração de renda para as mais de 1,8 milhões de consultoras⁵⁷ que formam o canal de vendas da Natura é um propósito declarado da companhia desde 1974, quando decidiu adotar esse modelo de vendas para seu negócio (NATURA, [201?]), e também da Mirandas⁵⁸, *startup* que propõe um novo formato de compra e venda direta, com operações iniciadas em março de 2017.

Os exemplos acima mostram, portanto, que iniciativas de diferentes portes e setores têm a mesma oportunidade de geração de valor social, não apenas nos aspectos tangíveis como geração de renda, mas também nas dimensões intangíveis, como será visto adiante, a partir, por

⁵⁶ O formato jurídico de cooperativas no Brasil, previsto no Código Civil Brasileiro, capítulo VI, artigos 1.093 a 1.096, normalmente é relacionado a pequenos grupos de produtores. No entanto, rankings recentes, como o do jornal Valor Econômico de 2015, mostram que há cooperativas entre as maiores empresas do país. A COAMO Agroindustrial Cooperativo, de Campo Mourão - PR, por exemplo, encontra-se na posição de nº 57, enquanto a Cocamar aparece na posição de nº 166 (VALOR ECONÔMICO, 2016).

⁵⁷ Esse é o termo utilizado pela Natura para denominar suas revendedoras independentes, que se relacionam com a companhia por meio de um contrato comercial, e não de emprego.

⁵⁸ Segundo sua fundadora, Andrea Eboli, "Diferente dos modelos tradicionais de venda direta, a Mirandas está construindo uma rede orgânica, conectando quem compra e quem vende, e dando *oportunidade para que milhares de brasileiros possam ter uma renda extra* e a chance de empreenderem por conta própria" (COSMETICOSBR.COM, 2017) (grifo do autor)

exemplo, do fomento ao empreendedorismo e empoderamento dos revendedores, no caso das empresas que atuam na venda direta, cujo canal de vendas é formado massivamente por mulheres.

No aspecto de acesso a bens e serviços, é notável o aumento de empresas, produtos e serviços direcionados à população de baixa renda. A empresa TEM, mencionada no item 2.4, e a Dr. Consulta, empresa fundada em 2011 com o objetivo de oferecer serviços de consultas, exames e cirurgias a preços reduzidos (BOCH et al., 2014, p.1), são exemplos de iniciativas de mercado com esse propósito expreso. Essa dimensão de valor social se alinha à proposta de Prahalad & Hart (2002).

Por se tratar de aspectos tangíveis, o impacto na população exposta a iniciativas que apresentem alguma das duas (ou ambas) propostas de geração de valor social descritas acima poderá ser facilmente mensurado por métodos quantitativos (OLIVEIRA et al., 2013, p. 220), inclusive em espaços curtos de tempo. Uma pessoa que passa a acessar serviços médicos por meio do Dr. Consulta já percebe o valor daquela empresa a partir de seu primeiro atendimento, por exemplo.

As dimensões intangíveis, compostas por promoção da cidadania e desenvolvimento de capital social, apesar de apresentarem mensuração mais complexa, são relevantes em razão dos resultados de longo prazo que elas trazem, de modo que precisam ser interpretadas como complementares aos elementos tangíveis (OLIVEIRA et al., 2013, p. 221).

A dificuldade de acesso das pessoas de baixa renda à educação é latente e, consequentemente, pessoas com baixo grau de instrução tendem a ter maior dificuldade na interpretação das informações que lhes são transmitidas ou, até mesmo, sobre onde buscar tais informações. Iniciativas que visam diminuir a assimetria de informações e acesso a oportunidades têm potencial de atuar diretamente na construção de cidadania (PORTOCARRERO & DELGADO, 2010, p. 305).

A plataforma on-line Saútil é um exemplo na área da saúde de iniciativa que atua diretamente na construção da cidadania por meio da redução da assimetria de informação disponível à população pobre. A empresa, que já recebeu aporte de investidores, como o fundo de impacto

Vox Capital em 2012⁵⁹, fornece um buscador gratuito que ajuda a população a encontrar informações sobre a rede pública de saúde, bem como um serviço de assistência virtual de saúde, que, mediante o pagamento de uma mensalidade de valor acessível⁶⁰ oferece, por exemplo, auxílio ao usuário para montar um mapa de recursos disponíveis pelo SUS e outras opções de baixo custo, como vacinas, consultas médicas e exames, próximos a sua residência (SAÚTIL, 2017).

Outras iniciativas que também auxiliam na promoção da cidadania são aquelas voltadas para minorias ou pessoas com necessidades especiais. É o caso da AAPPE (Associação dos Amigos e Pais de Pessoas Especiais), organização da sociedade civil sem fins lucrativos, constituída em 1987 em Maceió (AL), com o objetivo de atender pessoas com deficiência auditiva de forma ampla. Por meio de convênio com o SUS (Sistema Único de Saúde), a associação oferece atendimento clínico em diversas áreas, como otorrinolaringologia, neuropediatria, terapia ocupacional, fonoaudiologia e psicologia. A AAPPE também oferece cursos para capacitação do surdo ao mercado de trabalho e atua na proteção e defesa dos direitos da comunidade surda (PROJETO BRASIL 27, 2015; AAPPE, [201?]), que corresponde a 1,1% da população brasileira (IBGE, 2013, p. 27).

Com relação ao segundo tipo de valor intangível – desenvolvimento de capital social –, é possível resgatar os exemplos citados anteriormente na dimensão de aumento de renda. Iniciativas que visam reunir pessoas em torno de uma atividade econômica comum, como é o caso das cooperativas agrícolas, fortalecem as relações sociais entre esses indivíduos, criando um vínculo duradouro e uma força social capaz de trazer para esse grupo conquistas que, de forma individual, não seriam possíveis (OLIVEIRA et al., 2013, p. 221).

O mesmo fenômeno ocorre em empresas de venda direta, cujo relacionamento interpessoal é a base do modelo. Inclusive, quando o formato é binível ou multinível (também conhecido como marketing de rede), em que o canal de vendas é estruturado em diversos níveis de distribuição, a revendedora é estimulada a desenvolver seu perfil de líder, por meio da construção e desenvolvimento de redes formadas por distribuidoras independentes, de modo que seu lucro

⁵⁹ <<http://saudebusiness.com/noticias/sautil-empoderando-pacientes-sistema-unico-saude-sus/>>.

⁶⁰ Em março de 2017, o valor era de R\$ 9,90 por mês, com possibilidade de testar o produto por três meses de forma gratuita (Fonte: sautil.com.br)

será resultado não apenas de suas vendas diretas, mas também das vendas realizadas por sua rede (ABEVD, [201?]).

Apesar de trazer o elemento “consciência ambiental” na dimensão de construção de cidadania, Portocarrero & Delgado (2010) colocam foco nos aspectos sociais, não sendo possível categorizar iniciativas de mercado que ajudam a combater a pobreza, mas que também se propõem a conservar a biodiversidade por meio da utilização de tecnologias limpas (que não poluem o meio ambiente) ou reciclagem de materiais, por exemplo (COMINI, 2016, p. 151).

Outro elemento que não é identificado no *framework* apresentado no quadro 2 é a redução de custos de transação, que pode ser explorada por iniciativas de mercado para facilitar o acesso da população pobre a serviços e produtos (TORRES; BARKI; COMINI, 2015⁶¹ apud COMINI, 2016, p. 47), diminuindo, como consequência, os efeitos da “punição da pobreza” (MENDOZA, 2011, p. 2).

Em razão disso, o presente estudo adotará um espectro mais amplo, tal como proposto por Graziella Comini em sua tese de livre-docência, na qual aborda nove categorias de valores socioambientais que podem ser analisados em conjunto (COMINI, 2016, p. 151), conforme figura 5 apresentada na página seguinte.

⁶¹ TORRES, H.; BARKI, E.; COMINI, G. **Benefits Arising From Social Business in Brazil: A Critical Analysis.** Working paper, [S.l: s.n.], 2015.

Figura 5 - Geração de Valor Socioambiental

Fonte: COMINI, 2016, p. 52.

As categorias “capital social” e “cidadania” e sua classificação como fatores subjetivos, bem como a categoria “capital produtivo” (dimensão “aumento de renda”) foram construídas a partir do referencial teórico de Portocarrero & Delgado (2010). Já “custos de transação” foi desenvolvido com base em Torres, Barki & Comini (2015 apud COMINI, 2016) e Mendoza (2011), conforme abordado anteriormente neste item.

As categorias “capital físico”, “capital humano” e “capital social” são tidas por Torres e Barki (2013, apud COMINI, 2016, p. 46) como ativos necessários ao combate à pobreza. Por capital físico, entende-se o direito à propriedade, especialmente relevante para a população que vive na zona rural, e o estoque de bens materiais (TORRES; BARKI, 2013⁶² apud COMINI, 2016, p. 46).

⁶² TORRES, H.G.; BARKI, E. **Por uma Classificação dos Negócios com Impacto Social**. In: VII ENAPEGS – Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social, Belém, PA. Anais... Belém, PA: Unama – Universidade da Amazônia, 2013.

Um exemplo de empresa que atua diretamente nessa frente é a Terra Nova. A companhia – que recebeu aporte em 2010 do fundo de investimento de impacto Mov Investimentos, então chamado Pragma (ABRAMOVAY; NOVAK, 2013, p. 7) – trabalha com a mediação extrajudicial de conflitos humanos para regularização fundiária de áreas particulares ocupadas irregularmente. Com isso, gera impacto direto na vida dos moradores que ali habitam, uma vez que estes passam a ser donos legítimos daquele terreno⁶³, e também na vida dos proprietários originais dos terrenos, os quais, sem a intervenção dessa organização, provavelmente não conseguiriam reaver o valor de suas propriedades.

Por sua vez, capital humano se relaciona com nível de educação, saúde e poder do trabalho (TORRES; BARKI, 2013, apud COMINI, 2016, p. 46). Já o capital social liga-se com a extensão e natureza das relações sociais, tal como na proposta de Portocarrero & Delgado (2010).

Na categoria “capital natural” se incluem iniciativas de mercado que se propõem a ir além de minimizar impactos negativos ao meio ambiente. São organizações que oferecem serviços ecossistêmicos, como: (i) Provisão: produtos obtidos do ecossistema, que incluem água, combustível e recursos ornamentais (como flores); (ii): Regulação: benefícios obtidos por meio da regulação do uso do ar, da água, do clima, de doenças, dentre outros; (iii) Culturais: são benefícios intangíveis que as pessoas obtêm dos ecossistemas por meio do enriquecimento cultural, recreação, desenvolvimento cognitivo etc.; e (iv) Suporte: são necessários para todos os outros serviços ecossistêmicos e normalmente seu impacto é indireto sobre as pessoas – por exemplo, formação de solo e fotossíntese (MEA, 2005, p. 40).

As duas últimas categorias, “economia de baixo carbono” e “reuso de materiais” estão refletidas na taxonomia adotada pelo IRIS⁶⁴ para métricas relacionadas a objetivos de impacto ambiental, conforme quadro na página seguinte:

⁶³ Para mais informações, vide site institucional da empresa: <<http://grupoterranova.com.br/>>.

⁶⁴ Vide descrição na nota de rodapé nº 20.

Quadro 3 - IRIS - Objetivos de Impacto Ambiental

- Objetivos de Impacto Ambiental (OD4108)**
- Conservação da biodiversidade
 - **Energia e eficiência energética**
 - Conservação de recursos naturais
 - **Prevenção de poluição & gestão de resíduos**
 - **Energia sustentável**
 - Uso sustentável da terra
 - Gestão de recursos hídricos

Fonte: IRIS, 2016 (grifos nossos) (tradução nossa)

IRIS e GIIRS⁶⁵ têm sido utilizados especialmente por negócios sociais que receberam recursos financeiros de fundos de investimento, já que a mensuração dos resultados é necessária para a construção de métricas e indicadores⁶⁶ que reflitam o desenvolvimento do negócio e permitam certa padronização na publicação dos dados, e também para a melhoria contínua da governança nessas organizações (OLIVEIRA et al., 2013, p. 223).

No entanto, tais indicadores devem ser utilizados em conjunto com métodos qualitativos, de modo que estes últimos trarão uma dimensão complementar aos números. Tal preocupação se faz necessária para que a mensuração de impacto não se torne um fim em si mesmo – de modo a simplificar sua compreensão visando apenas aumento da escala – e também não se perca a profundidade do significado do valor social gerado por aquela iniciativa. (OLIVEIRA et al., 2013, p. 228).

2.6.1 Como os investidores em negócios de impacto podem gerar valor social com seus investimentos?

Os estudos sobre geração de valor social têm sido realizados sob a perspectiva do negócio de impacto social (PORTOCARRERO & DELGADO, 2010; PROJETO BRASIL 27, 2015), ou seja, tentam responder como as organizações podem gerar valor social a partir de seu modelo de negócio que visa impacto social positivo, acompanhado de resultados financeiros, que podem ser superiores, equivalentes ou até mesmo inferiores às taxas praticadas pelo mercado em geral.

⁶⁵ Vide descrição na nota de rodapé nº 29.

⁶⁶ Para relação de outras ferramentas de reporte de resultados, vide Oliveira et al., 2013, 228-235.

Como visto ao longo deste trabalho, em razão do objetivo duplo de impacto social e lucro, diferentes tipos de investidores podem se interessar em alocar seus recursos em negócios sociais. Daí surge a classificação dos investidores em *impact first* e *financial first*, cuja priorização está na geração de valor social ou na geração de lucro, respectivamente. Fundações e institutos, por serem instituições sem fins lucrativos, cujo objetivo principal é trabalhar em prol de sua missão social, normalmente atuarão na dinâmica de *impact first*. Já fundos de investimento de impacto, que atuam dentro do mercado de *venture capital*, devem garantir retornos financeiros competitivos para seus quotistas, nos termos da política de investimentos acordada com seus quotistas⁶⁷ e, portanto, poderiam estar mais propensos a atuar dentro da lógica *financial first*.

Ambos os tipos descritos acima podem ser considerados como “investidores socialmente motivados” em contraposição aos chamados “investidores socialmente neutros” (BREST et al., 2016), ou seja, cuja intenção com seus investimentos é apenas obter o máximo de retorno financeiro e não aceitariam obter um lucro mais baixo de um investimento que traga benefício social (BREST et al., 2016, on-line).

Brest et al. (2016) descrevem que os investidores socialmente motivados buscam dois objetivos: (i) alinhar os investimentos com seus valores sociais (alinhamento de valor) e (ii) permitir que as empresas nas quais investem gerem mais valor social (criação de valor social). O primeiro objetivo seria mais fácil de ser obtido, pois bastaria o investidor escolher empresas que estejam alinhadas com seus valores. Por exemplo, alocar seus recursos em empresas do setor de educação ou que visem a melhoria da saúde da população pobre, e não investir em empresas de tabaco ou de bebidas alcoólicas (BREST et al., 2016, on-line).

Para atingir o segundo objetivo, o desafio é muito maior. Para dizer que um investimento socialmente motivado gerou valor social é necessário que ele produza um impacto social que não ocorreria caso ele não tivesse sido realizado (BREST et al., 2016, on-line). Para tanto, o investimento deveria atender as seguintes condições:

Impacto de empresa. O negócio investido deve produzir os resultados sociais [*outcomes*] pretendidos pelos investidores; e

Impacto de investimento, adicionalidade ou adição de valor social. O investimento deve aumentar a produção desses resultados. (BREST et al., 2016, on-line) (tradução nossa)

⁶⁷ A Instrução CVM nº 558 dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

Para exemplificar essas condições, os autores citam uma empresa que oferece cuidados de saúde à população pobre em um país em desenvolvimento. O **impacto de empresa** estará sendo realizado se, de fato, o negócio social estiver atendendo a população pobre e melhorando a qualidade de sua saúde. Por outro lado, o **impacto de investimento** existirá se o investimento estiver aumentando a quantidade ou qualidade dos *outputs* ou práticas sociais da empresa investida.

Nesse sentido, o investimento realizado pelo investidor poderá afetar o negócio social de duas formas. A primeira será por meio do **impacto financeiro**, que ocorre quando o investidor provê recursos financeiros por uma taxa abaixo do mercado ou maior volume de recursos que a empresa conseguiria se recebesse investimentos de investidores socialmente neutros.

Também se considera como **impacto financeiro** todo o suporte não-financeiro fornecido pelos investidores de impacto, como a melhoria de gestão e governança do negócio que recebeu investimento, e ampliação da rede de relacionamentos. Como normalmente o investimento financeiro vem acompanhado desse tipo de assessoria, os autores decidiram incluí-la nessa mesma categoria em vez de criarem uma nova (BREST et al., 2016, on-line).

Esse mesmo impacto poderá ocorrer quando um investidor decide não investir, ou até mesmo resgatar seu investimento, de um negócio que esteja atuando de forma a prejudicar o meio ambiente ou à população mais carente, por exemplo. Nesse caso, o impacto financeiro ocorrerá apenas se a empresa não conseguir substituir esse suporte financeiro a um custo equivalente; isso dificilmente ocorrerá no caso de o investidor vender sua participação em companhia que possua ações negociadas na bolsa de valores. Nesse tipo de negociação, as ações, que representam o suporte financeiro do investidor, são facilmente transferidas para um novo comprador, de modo a haver um impacto mínimo ou não haver qualquer impacto para a companhia investida (BREST et al., 2016, on-line).

Nesse último exemplo, o impacto que poderia ocorrer é o que Brest et al. (2016) chamam de **impacto de sinalização**, o qual se dá quando a decisão de investimento afeta indiretamente o custo de capital do negócio social ao sinalizar aos *stakeholders* uma aprovação ou desaprovação das atividades realizadas por determinada organização. Outra forma de gerar esse tipo de impacto é por meio da participação do investidor em deliberações da companhia, exercendo seu

direito de voto com o objetivo de afetar o comportamento da organização (BREST et al., 2016, on-line).

Figura 6 - Como os investidores podem gerar valor social

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Brest et al. (2016)

A Figura 6 sintetiza o entendimento de Brest et al. (2016) sobre como os investidores podem gerar valor social com seus investimentos. Por meio da alocação de recursos socialmente motivada, o investimento poderá gerar **impacto financeiro** – quando o recurso for disponibilizado a taxas abaixo das do mercado, por exemplo – ou **impacto de sinalização** – quando o investimento afetar de forma indireta o custo de capital. O valor social só será gerado pelo investimento caso ele exerça um **impacto de empresa**, ou seja, o negócio social deverá produzir os resultados esperados pelo investidor; e um **impacto de investimento**, representado pela adicionalidade, isto é, o investimento deverá aumentar a produção dos resultados da organização.

A proposição acima, delineada por Brest et al. (2016), será utilizada como referencial teórico para analisar se e como, na percepção dos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, os investidores em negócios de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, que é um dos objetivos deste trabalho. O caminho para alcançar esse objetivo será descrito no capítulo seguinte.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da pesquisa

O objetivo de qualquer pesquisa é “descobrir respostas para perguntas, através do emprego de processos científicos” (SELLTIZ, 1974, p. 5). Levando isso em consideração, a questão de pesquisa que o presente estudo visa responder é: **Quais são as percepções dos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor?** Essa pergunta tem inspiração na vivência profissional do autor deste trabalho no ecossistema de investimento de impacto, por meio da atuação em escritório de advocacia que atua como intermediário (FTFS, 2015b, p. 13) na estruturação da alocação de recursos de investidores a negócios de impacto social.

Portanto, o objetivo do presente estudo – verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de finanças sociais com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor – está alinhado à diretriz de pesquisa proposta por Krakauer et al. (2015, p. 8) para mestrados profissionais em administração, a qual aponta que o problema de pesquisa deve partir da experiência do autor do trabalho. Tal objetivo se enquadra ao primeiro dos quatro grupos de objetivos de pesquisa descritos por Selltitz et al., de “familiarizar-se com o fenômeno ou conseguir nova compreensão deste, frequentemente para poder formular um problema mais preciso de pesquisa ou criar novas hipóteses” (1974, p. 59), de modo que os estudos com esse escopo normalmente são denominados de formuladores ou exploratórios.

O presente trabalho é, portanto, exploratório, pois pretende criar análises e hipóteses a partir da investigação deste fenômeno recente (SELLTIZ et al., 1974, p. 60), qual seja, a emergência de negócios sociais e investidores de impacto no Brasil. Para esse fim e em razão de haver pouca informação a respeito do problema a ser investigado, a abordagem qualitativa se mostra a mais apropriada, de modo a explorar as experiências e visões que diferentes atores do ecossistema possuem com relação ao objeto desta pesquisa (MARTINS; TEÓPHILO, 2009, p. 142).

Ainda segundo Selltitz et al. (1974), a natureza da contribuição de uma pesquisa pode ser de dois tipos: (i) intelectual ou pura, baseada no desejo e na satisfação em si própria de conhecer

ou compreender algo e (ii) prática ou aplicada, baseada no desejo de descobrir uma orientação prática na solução de problemas latentes, para realizar algo de forma mais adequada e eficiente (1974, p.7-8). Trata-se de relação não excludente, uma vez que determinadas pesquisas podem ter a intenção dupla (SELLTIZ et al., 1974, p.7-8), como é o caso deste trabalho.

Nesse sentido, sua contribuição pretende ser de natureza intelectual, com a proposta de gerar conhecimento incremental à ciência da administração, especialmente com relação à temática de negócios sociais, investimento de impacto e valor social; mas também de natureza prática, com a intenção de contribuir, de um lado, para que os diversos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto compreendam como suas percepções em relação a aspectos de geração de valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor convergem ou não, e, de outro, contribuir com mais informações sobre o ecossistema para o próprio avanço dessa agenda no país.

3.2 Estratégia de pesquisa

Para definir a estratégia da presente pesquisa, o autor buscou na literatura as diferentes estratégias existentes e identificou cinco principais: experimento, levantamento, análise de arquivos, pesquisa histórica e estudo de caso (YIN, 2001, p. 24). Para descobrir quando utilizar cada uma dessas estratégias, é necessário verificar três condições: (a) tipo da questão de pesquisa, (b) se a pesquisa exige controle sobre eventos comportamentais e (c) se está relacionada a eventos contemporâneos ou não (YIN, 2001, p. 24).

A Figura 7, apresentada na página seguinte, sintetiza as estratégias de pesquisa e quando utilizá-las:

Figura 7 - Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa

ESTRATÉGIA	FORMA DA QUESTÃO DE PESQUISA	EXIGE CONTROLE SOBRE EVENTOS COMPORTAMENTAIS?	FOCALIZA ACONTECIMENTOS CONTEMPORÂNEOS?
Experimento	Como, por que	Sim	Sim
Levantamento	Quem, o que, onde, quantos, quanto	Não	Sim
Análise de arquivos	Quem, o que, onde, quantos, quanto	Não	Sim/Não
Pesquisa histórica	Como, por que	Não	Não
Estudo de caso	Como, por que	Não	Sim

Fonte: Cosmos Corporation apud Yin (2001, p. 24)

A partir da figura anterior, é possível inferir que o experimento é uma estratégia de pesquisa apropriada para os casos em que se necessita ter controle das diferentes variáveis cujos efeitos se pretende estudar (MARTINS; TEÓFILO, 2009, p. 56). Já as estratégias de levantamento de dados e de análise de arquivos podem ser mais vantajosas “(...) quando o objetivo da pesquisa for descrever a incidência ou a predominância de um fenômeno ou quando ele for previsível sobre certos resultados” (YIN, 2001, p. 25).

A pesquisa histórica, por sua vez, apresenta seu diferencial quando o pesquisador precisa confiar apenas em documentos, primários, secundários e artefatos físicos e culturais, porque não há acesso a informante com conhecimento sobre o acontecimento que se quer pesquisar (YIN, 2001, p. 27). Com a estratégia de estudo de caso, porém, é possível realizar “uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida” (YIN, 2001, p. 32).

Apesar de cada estratégia de pesquisa apresentar características que as diferenciam umas das outras, pode haver casos em que mais de uma estratégia possa ser aplicável à pesquisa concreta, uma vez que seus aspectos positivos e negativos podem ser compatibilizados (YIN, 2001, p. 35).

No presente estudo, apesar da questão de pesquisa ser do tipo “o que”, em razão do objetivo de verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor, optou-se pela estratégia de estudo de caso único e não pela estratégia de levantamento, pois esta gera estudos que “(...) podem até tentar dar conta de fenômeno e contexto, mas sua capacidade de investigar o contexto é extremamente limitada.” (YIN, 2001, p. 32).

É notável que o contexto europeu ou norte-americano é diferente do brasileiro e, por isso, a escolha da estratégia de estudo de caso se mostrou a mais adequada à presente pesquisa para que seja possível analisar as percepções de representantes de atores dos grupos de oferta de capital, demanda de capital e intermediários sobre valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor no âmbito específico do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto.

Trata-se de um estudo de caso único, que abrange o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, com várias unidades de análise, classificado por Yin como estudo de caso incorporado (2001, p. 61). As unidades de análise são representadas por cada um dos respondentes da pesquisa, os quais são agrupados em três grupos – oferta de capital, intermediários e demanda de capital, a partir da proposta apresentada pela Força Tarefa de Finanças Sociais para o seu ecossistema (2015, p. 8), descrita no item 3.4.1 abaixo.

3.3 Procedimento técnico

O primeiro passo para a realização deste estudo de caso foi a revisão de literatura sobre o tema (YIN, 2001, p. 52). Feito esse levantamento e identificadas questões relevantes para este estudo, decidiu-se coletar informações por meio de entrevistas com diferentes atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto.

As entrevistas foram semiestruturadas e, portanto, utilizou-se de um roteiro a ser seguido pelo autor, porém novas perguntas foram introduzidas sempre que se considerou necessário ao longo da entrevista (MARTINS; THEÓPHILO, 2009, p. 88-89). Com isso, buscou-se uma uniformidade na coleta de dados, de modo que todos respondessem às mesmas perguntas do roteiro, ao mesmo tempo em que o autor pôde explorar percepções adicionais dos respondentes em relação a outros aspectos relevantes do objeto de pesquisa, quer por não ter sido antecipado pelo autor, quer por se tratar de opiniões/percepções específicas de cada entrevistado.

Apenas as perguntas constantes no bloco 2(b) do roteiro foram adaptadas a depender da identificação do respondente em relação ao grupo de atores a que pertence – se intermediário, oferta ou demanda de capital. Porém, o objetivo nas perguntas para os três grupos de atores foi o mesmo: buscar informações sobre a avaliação de impacto realizada pelos investidores antes do investimento e enquanto permanecem como investidores daquele negócio social.

Para garantir a aderência do roteiro aos objetivos desta pesquisa, foi realizada uma entrevista como pré-teste com um ator do ecossistema do grupo de intermediários. Esse grupo de respondente foi selecionado pelo autor para o pré-teste, em razão de seu papel como elo entre a oferta e a demanda de capital, tendo, portanto, na opinião deste autor, uma compreensão do ecossistema de investimento de impacto como um todo.

3.4 Público pesquisado

3.4.1 Seleção dos Respondentes

Para realização das entrevistas, foram convidados representantes de diferentes atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto. Segundo a Força Tarefa de Finanças Sociais, esse ecossistema se estrutura da seguinte forma: (i) **atores da oferta de capital**, que são aqueles que doam, investem ou emprestam recursos financeiros, e podem ser pessoas físicas, organizações da sociedade civil, como fundações e institutos sem fins lucrativos, governo e empresas do setor privado; (ii) **atores da demanda de capital**, que são os negócios de impacto; (iii) **mecanismos financeiros**, que consiste na modalidade e fluxo de capital por meio dos quais o recurso é alocado, como empréstimos, financiamento coletivo (*crowdfunding*) e contrato de impacto social (*social impact bond*⁶⁸); e (iv) **organizações intermediárias**, que são responsáveis por conectar os diferentes atores do ecossistema (FTFS, 2015a, p. 12; FTFS, 2015b, p. 13) e se dividem nos seguintes subgrupos:

Figura 8 - Intermediários do Ecossistema de Finanças Sociais no Brasil

INTERMEDIÁRIOS				
Grupos	Recursos e serviços financeiros	Gestão e acesso a investidores	Monitoramento, avaliação e certificação	Conhecimento e informação
Definição	Qualificam a circulação dos recursos financeiros dos atores da oferta de capital para os negócios de impacto ou para outros intermediários, gerenciando os riscos e reduzindo os custos da transação.	Fortalecem o desempenho do campo, tanto em relação à tomada de decisão do investidor, quanto na construção e implementação do modelo de negócio dos empreendimentos de impacto.	Apoiam os Negócios de Impacto na construção, mensuração e validação da sua teoria de mudança (impacto pretendido na melhoria de vida da população).	Constroem o referencial conceitual do campo das Finanças Sociais, atuando na produção de conhecimento, na sua adequada divulgação, regulação e aplicação na formação de profissionais para o campo.
Exemplos	<ul style="list-style-type: none"> Fundos de investimento Fundos sociais Instituições financeiras e correspondentes bancários Gestores de <i>Social Impact Bonds</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Aceleradoras Incubadoras Consultores de investimento Plataformas de acesso a clientes Marketing e vendas 	<ul style="list-style-type: none"> Consultorias de medição e monitoramento de impacto Certificadoras 	<ul style="list-style-type: none"> Instituições de Ensino Superior Organizações que formam profissionais Assessoria jurídica

Fonte: (FTFS, 2015b, p. 13)

Com o objetivo de analisar visões de diferentes atores do ecossistema de investimento de impacto, foram escolhidos respondentes integrantes de cada um dos atores mencionados

⁶⁸ Para mais informações sobre a estrutura de um *social impact bond*, vide Capítulo 2, item 2.5.

anteriormente (oferta, intermediários e demanda), sendo que, para a categoria “intermediários”, foi escolhido ao menos um representante de cada um dos grupos descritos na figura 8 acima, com exceção do ator “mecanismos financeiros”, por não se tratar de tipo de organização, mas de simples instrumento para alocação de recursos.

Portanto, a escolha intencional (EISENHARDT, 1989, p. 537) se justifica em razão do objetivo de que as contribuições do presente estudo sejam construídas a partir de diferentes experiências e pontos de vista (SELLTIZ et al., 1974, p. 65-66), com representantes de cada um dos três grupos de atores do ecossistema.

A partir do mapeamento do ecossistema brasileiro de finanças sociais descrito anteriormente, o autor convidou 18 representantes de cada um dos atores (quadro 4 abaixo), sendo três relacionados à oferta de capital, sete à demanda de capital e oito provenientes de organizações intermediárias. Todos os convidados são da rede de relacionamento direta ou indireta do pesquisador, porém foram selecionados em razão de serem profissionais com experiência significativa e que, portanto, poderão trazer contribuições relevantes ao presente estudo (SELLTIZ et al., 1974, p. 65).

Quadro 4 - Respondentes selecionados para a pesquisa

Ator do Ecossistema	Organização	Cargo
Setor Privado – Pessoas Jurídicas (<i>family office</i>)	Maraé	Diretor
Banco de Fomento	BID	Diretor
Fundações e Associações	Instituto Sabin	Gerente executivo
Negócios de Impacto	Outdoor Social	Sócia-fundadora
	Programa Vivenda	Sócio-fundador
	Réupi	Sócio-fundador
	4YOU2 Idiomas	Sócio-fundador
	Terra Nova	Diretor Geral
	Biofílica	Diretora Comercial
	TEM	Sócio-fundador
Recursos e Serviços Financeiros	Vox Capital	Sócio
	Mov Investimentos	Sócio-fundador
	UBS	Diretor
Gestão e Acesso a Investidores	Din4mo	Sócio-fundador
	Artemisia	Diretora
Monitoramento, Avaliação e Certificação	Move Social	Sócio-fundador
Conhecimento e Informação	ICE	Diretora-executiva
	Derraik & Menezes Advogados	Sócio-fundador

Fonte: elaborado pelo autor.

3.5 Instrumento de pesquisa

O instrumento de pesquisa utilizado para este estudo foi um roteiro de entrevista elaborado de forma semiestruturada, com perguntas diretamente relacionadas aos objetivos desta pesquisa, mas sem perder de vista a serendipidade (*serendipity*, do termo original em inglês), que ocorre quando o pesquisador encontra “(...) resultados válidos que não eram explicitamente procurados” (MERTON, 1970, p. 173).

No início do roteiro elaborou-se breve apresentação ao entrevistado dos objetivos da entrevista e previsão de sua duração, além da informação a respeito do registro da entrevista por meio de gravação eletrônica para garantir maior confiabilidade no momento de reprodução e análise das respostas (GIL, 2008, p. 119). Após o consentimento do respondente, dava-se início à entrevista.

O roteiro foi dividido em três blocos, sendo o primeiro dedicado à identificação do respondente, o segundo, a aspectos relacionados a valor social e avaliação de impacto, e o terceiro relacionado a desafios, oportunidades, aprendizados e perspectivas do setor. Com o objetivo de qualificar o respondente em um dos três grupos de atores do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto, no primeiro bloco é apresentada a classificação utilizada pela Força Tarefa de Finanças Sociais, descrita no item 3.4.1 acima, para que o entrevistado possa se identificar como ator do grupo “oferta de capital”, “demanda de capital” ou “intermediário”. Uma vez identificado o grupo, o entrevistado é questionado sobre as atividades que sua organização desenvolve no ecossistema de investimento de impacto.

Em apenas uma das entrevistas o entrevistado se identificou em um grupo que não correspondia à classificação utilizada pela Força Tarefa de Finanças Sociais. Nesse único caso, este autor optou por não se basear na resposta do respondente, mas sim na classificação da Força Tarefa de Finanças Sociais para manter uma coesão na análise dos grupos, especialmente por haver no público pesquisado outra organização com atuação similar.

O segundo bloco é composto de perguntas diretamente relacionadas ao objetivo geral deste trabalho, bem como aos objetivos específicos. Portanto, abordam-se os aspectos sobre: (i) o que o respondente entende sobre valor social e se a geração desse valor social estaria sendo potencializada pelos investimentos de impacto; (ii) a taxa de retorno do investimento que deve ser exigida pelos investidores; (iii) se é feita uma avaliação de impacto pré-investimento de

impacto e se os investidores monitoram o impacto do negócio enquanto permanecem como investidores.

No terceiro bloco são abordadas questões específicas sobre o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no Brasil, a partir de perguntas que abordam o seguinte: (i) quais são os desafios e oportunidades do setor de negócios sociais e investimento de impacto no Brasil; (ii) qual foi o principal aprendizado do respondente em sua atuação nesse setor; e (iii) como o respondente vê o ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil daqui a dez anos.

O roteiro semiestruturado utilizado no pré-teste é apresentado no Apêndice 1 e a versão final, com ajustes apurados durante o pré-teste, é apresentada no Apêndice 2.

3.6 Coleta de dados

O autor, por meio de ligação telefônica, mensagem de celular ou e-mail, realizou convite a 22 potenciais respondentes, com breve explicação deste estudo e objetivo da entrevista. Mencionou-se a possibilidade de a entrevista ser realizada por telefone, conferência por meio da ferramenta *Skype* ou presencialmente, com preferência por esta última modalidade. A entrevista pré-teste foi realizada presencialmente, em razão da facilidade de acesso do autor ao local de trabalho do respondente.

Dos 22 convites realizados, 18 responderam positivamente, tendo suas entrevistas agendadas. Dois potenciais respondentes não responderam aos e-mails e dois deles não aceitaram o convite para participar desta pesquisa.

Com o objetivo de garantir maior espontaneidade e liberdade nas respostas, as análises realizadas ao longo deste trabalho não identificarão o nome do respondente e de sua organização, mas apenas o grupo de atores a que pertence cada um dos entrevistados. O meio utilizado para cada entrevista e sua duração estão descritos no quadro a seguir:

Quadro 5 - Meio e Duração das Entrevistas

Entrevista	Meio	Duração
Entrevistado 1	Presencial	55 minutos
Entrevistado 2	Presencial	53 minutos
Entrevistado 3	Presencial	60 minutos
Entrevistado 4	Presencial	41 minutos
Entrevistado 5	Presencial	59 minutos
Entrevistado 6	Telefone	65 minutos
Entrevistado 7	Presencial	29 minutos
Entrevistado 8	Skype	36 minutos
Entrevistado 9	Skype	46 minutos
Entrevistado 10	Presencial	38 minutos
Entrevistado 11	Presencial	38 minutos
Entrevistado 12	Presencial	66 minutos
Entrevistado 13	Skype	68 minutos
Entrevistado 14	Presencial	61 minutos
Entrevistado 15	Presencial	40 minutos
Entrevistado 16	Presencial	69 minutos
Entrevistado 17	Presencial	30 minutos
Entrevistado 18	Presencial	70 minutos

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.7 Método de análise de dados

As entrevistas gravadas foram transcritas e os dados foram analisados com a utilização da técnica de análise de conteúdo (BARDIN, 1977). A grade para análise das informações coletadas é do tipo mista, uma vez que foram definidas categorias preliminares com base na literatura pertinente, mas permitiu-se a inclusão de novas categorias surgidas durante a análise (VERGARA, 2015, p. 9).

A partir da revisão de literatura sobre negócios sociais, investimento de impacto e valor social, entendeu-se como pertinente aos propósitos da presente pesquisa a utilização de categorias construídas com base no *framework* construído por Comini (2016, p. 52) e na proposta de Brest et al. (2016), conforme descritos, respectivamente, nos itens 2.6 e 2.6.1, do capítulo 2.

Os dados foram interpretados por meio do procedimento de emparelhamento (*pattern-matching*). Desse modo, frases e parágrafos das entrevistas foram definidos como unidades de análise (VERGARA, 2015, p. 9), agrupados em categorias, e comparados com o referencial teórico descrito no parágrafo acima.

3.8 Matriz de amarração

A matriz de amarração metodológica proposta por Mazzon (1981) consiste em uma ferramenta capaz de demonstrar, ao mesmo tempo, a consistência e a síntese da metodologia empregada em um trabalho científico (TELLES, 2001, p. 65). A matriz de amarração desta pesquisa é apresentada no quadro a seguir:

Quadro 6 - Matriz de Amarração (continua)

<i>Objetivos da Pesquisa</i>		<i>Pontos de investigação (Questões de Pesquisa)</i>	<i>Fundame ntação Teórica</i>	<i>Técnicas de coleta dos dados</i>	<i>Técnicas de análise dos dados</i>	<i>Resultado Esperado</i>
<i>Geral</i>	<i>Específicos</i>					
Verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor.	Identificar o que se entende por valor social	A) Percepções dos respondentes sobre valor social. •O que o respondente entende por valor social? •As percepções sobre a questão acima diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes?	Negócios Sociais; Investimento de impacto; Valor Social	Entrevista semiestruturada	Análise de conteúdo	Identificar diferenças e semelhanças nas percepções dentre os grupos de atores e entre cada um dos respondentes sobre os seguintes aspectos do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto: a) significado de valor social; b) se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social; c) taxa de retorno sobre investimentos de impacto; d) avaliação de potencial de impacto realizada pelos investidores antes do investimento; e e) monitoramento do impacto realizado pelos investidores após o investimento.
	Analisar se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social	B) Percepções dos respondentes se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social. •Os respondentes entendem que os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? •As percepções sobre a questão acima diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes?				
	Analisar qual é a taxa de retorno do investimento que deve ser exigida pelos investidores de impacto	C) Percepções dos respondentes sobre a taxa de retorno do investimento que deve ser exigida pelos investidores de impacto. •Os respondentes entendem que o investidor de impacto deve exigir taxas médias de mercado, abaixo ou acima? E por quê? •As percepções sobre a questão acima diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes?				
	Analisar se os investidores de impacto avaliam se o negócio tem potencial para gerar valor social antes de realizar o investimento e durante o período em que permanecem como investidores	D) Percepções dos respondentes sobre avaliação de impacto por parte dos investidores antes de realizar o investimento e durante o período em que permanecem como investidores. •Os investidores avaliam se o negócio tem potencial para gerar valor social antes de realizar o investimento? Caso sim, como? •Os investidores monitoram o desempenho do negócio de impacto para verificar se há geração de valor social? Caso sim, como? •As percepções sobre as duas questões acima diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes?				

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da estrutura proposta por Mazzon (1981).

Quadro 6 – Matriz de Amarração (conclusão)

<i>Objetivos da Pesquisa</i>		<i>Pontos de investigação (Questões de Pesquisa)</i>	<i>Fundame ntação Teórica</i>	<i>Técnicas de coleta dos dados</i>	<i>Técnicas de análise dos dados</i>	<i>Resultado Esperado</i>
<i>Geral</i>	<i>Específicos</i>					
Verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno do investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor.	Identificar desafios, oportunidades e aprendizados dos respondentes que estejam relacionados ao ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto.	<p>E) Percepções dos respondentes sobre desafios, oportunidades e aprendizados dos respondentes relacionados ao ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto.</p> <ul style="list-style-type: none"> •Quais são os principais desafios e oportunidades do setor? •Qual foi o principal aprendizado na atuação do respondente no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto e que pode contribuir para o fomento desse setor no Brasil? •As percepções sobre as duas questões acima diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes? 	Negócios Sociais; Investimento de impacto; Valor Social	Entrevista semiestruturada	Análise de conteúdo	<p>Identificar diferenças e semelhanças nas percepções dentre os grupos de atores e entre cada um dos respondentes sobre os seguintes aspectos do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto:</p> <p>f) dificuldades;</p> <p>g) oportunidades;</p> <p>h) aprendizados; e</p> <p>i) perspectivas em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto.</p>
	Identificar perspectivas do setor de negócios sociais e investimento de impacto.	<p>F) Percepções sobre perspectivas do setor de negócios sociais e investimento de impacto.</p> <ul style="list-style-type: none"> •Como os respondentes veem o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no Brasil daqui a dez anos? •As perspectivas do setor mencionadas pelos respondentes diferem ou não entre os grupos de respondentes e entre cada um dos respondentes? 				

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da estrutura proposta por Mazzon (1981)

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo os resultados da pesquisa serão apresentados a partir dos dados coletados em entrevistas realizadas entre os meses de maio e junho de 2017. Inicialmente uma breve apresentação das organizações foi feita com base na descrição do próprio respondente e, em alguns casos, com outros dados públicos obtidos nos sites institucionais correspondentes.

Com o objetivo de manter a confidencialidade das opiniões dos entrevistados, o gênero neutro foi utilizado para se referir a eles. Além disso, a ordem das organizações elencadas no item 4.1 abaixo não corresponde à ordem que será utilizada para descrição (item 4.2) e análise das entrevistas (capítulo 5).

4.1 Organizações representadas pelos respondentes

No total foram realizadas dezoito entrevistas, sendo três representantes do grupo de oferta de capital, sete representantes do grupo de demanda de capital e oito representantes do grupo de intermediários. Os grupos seguem classificação adotada pela Força Tarefa de Finanças Sociais (FTFS, 2015a, p. 12; FTFS, 2015b, p. 13).

As dezoito organizações e uma breve descrição de suas atuações são apresentadas no quadro apresentado na próxima página. As descrições foram elaboradas principalmente a partir de informações transmitidas pelos próprios respondentes e, quando necessário, complementadas com informações disponíveis nos respectivos sites institucionais das organizações.

Quadro 7 - Atuação das organizações entrevistadas

Organização		Descrição da atuação
Oferta de Capital	Maraé	<i>Family office</i> com investimentos em negócios de impacto. Além de participar de comitês de investimento de impacto, atua também em Conselhos de Administração de entidades do terceiro setor.
	Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID	Organismo multilateral que atua com foco em desenvolvimento social e ambiental, geração de emprego e renda, melhora de produtividade e diminuição da desigualdade.
	Instituto Sabin	O Instituto Sabin atua em projetos relacionados às áreas de saúde, esporte e educação. Desde 2014 está envolvido no ecossistema de finanças sociais e trabalha para fomentar a participação de outras organizações sem fins lucrativos no setor.
Demanda de Capital	Outdoor Social	Negócio que visa gerar complemento de renda por meio da publicidade. Sua proposta é incluir a população de baixa renda no processo de comunicação e marketing como planejadores de mídia e exibidores de mensagens de publicidade no muro de suas casas.
	Programa Vivenda	Negócio que faz reformas habitacionais para a população de baixa renda.
	Réupi	Plataforma que conecta pessoas que estão em busca de ajuda com questões de desenvolvimento pessoal e profissionais que podem esclarecer essas questões.
	4YOU2 Idiomas	Rede de escolas de idiomas que atua com o público das classes C, D e E.
	Terra Nova	Negócio que atua com mediação de conflitos entre moradores e proprietários de terrenos ocupados irregularmente.
	Biofilica	Fundada em 2008 com o objetivo de tornar a conservação florestal uma atividade econômica.
	TEM	Negócio que visa oferecer acesso à saúde a um custo que seja acessível às pessoas.
Organizações Intermediárias	Vox Capital	Fundada em 2009 com o objetivo de criar um mundo em que negócios fossem de fato agentes de transformação social positiva. Investe em negócios que buscam retorno financeiro e transformação social para a população de baixa renda no Brasil.
	Mov Investimentos	Organização que trabalha para reduzir desigualdades e reverter a degradação ambiental. Atua principalmente por meio de investimentos em empresas que têm como objetivo primordial resolver um problema social, ambiental ou ambos.
	UBS	UBS no Brasil atua como subsidiária local afiliada à matriz suíça. UBS Global é a maior gestora de ativos do mundo. Desde 2015 estão envolvidos com o ecossistema de investimento de impacto no Brasil.
	Din4mo	A Din4mo nasceu em 2014 e atua tanto como aceleradora de negócios sociais, quanto como plataforma para realização de investimentos com recursos próprios e de terceiros, com foco em capital semente ⁶⁹ .
	Artemisia	Atua há mais de 10 anos na construção do ecossistema de negócios de impacto no Brasil. Em 2014 o foco da organização passou a ser o empreendedor.
	Move Social	Consultoria especializada em avaliação de impacto social.
	Instituto de Cidadania Empresarial	Organização da sociedade civil que desde 2014 tem como foco de atuação o fortalecimento do ecossistema brasileiro de finanças sociais.
	Derraik & Menezes Advogados	Atua no ecossistema de finanças sociais apoiando tanto investidores quanto empreendedores em suas operações de investimento. Assessora também os negócios sociais em suas atividades e rotinas do dia a dia.

Fonte: Elaborado pelo autor.

⁶⁹ “Capital semente” é um termo utilizado no mercado de investimentos para se referir ao capital investido em rodada posterior ao investimento realizado por investidores-anjo, conforme descrito no item 1.1 deste trabalho. Segundo a Associação Brasileira de Startups, a aplicação como capital semente pode chegar a R\$ 5 milhões. Fonte: <<https://abstartups.com.br/2017/01/18/aprenda-ja-o-que-e-o-capital-semente/>>. Acesso em: 07 jun. 2017.

4.2 Relato das entrevistas

4.2.1 Entrevistado 1

O entrevistado entende que o conceito de valor social está relacionado à capacidade que organizações, com ou sem fins lucrativos, e grupos têm de gerar valor à sociedade, no sentido de: “promover transformações sociais, contribuir para a conservação ambiental, atuar de maneira ética na sua cadeia de valor e cadeia de negócios, ser uma organização que tem um ambiente saudável para se trabalhar e mantém relações mais justas de remuneração”.

Ao ser questionado se, em sua opinião, os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado disse que não saberia responder a essa pergunta, por ainda não estar investindo em negócios.

Na sequência, ao ser questionado se o investimento que sua organização tem realizado em atores do grupo de intermediários está fazendo com que essas organizações gerem mais valor social, o entrevistado respondeu “certamente”. Muitas dessas organizações apoiadas são entidades sem fins lucrativos. Ele também afirma que, não havendo organizações dispostas a custear suas atividades, esse intermediário reduz sua capacidade de prospectar e acelerar novos negócios - no caso deste intermediário ser uma aceleradora, por exemplo.

Em relação à taxa de retorno para investimentos de impacto, o entrevistado entende que no médio e longo prazo ela deve ser uma taxa média, ou seja, a mesma aplicada a outros investimentos tradicionais.

Segundo ele, nesse momento inicial em que o ecossistema de negócios sociais está se desenvolvendo, os investidores que já estão participando, ou que de alguma forma já tenham entendido a relevância de uma agenda social, deveriam aceitar taxas de retorno abaixo do mercado.

Apesar de destacar que tem dúvidas sobre a viabilidade prática dessa proposta, o entrevistado comentou que aceitaria uma espécie de ação afirmativa, uma ação política em que seriam apresentados investimentos de impacto com taxas de retorno acima da média de mercado para atrair novos públicos. Na medida em que esse investidor começasse a realizar investimentos de

impacto, ele entenderia a proposta, seria convencido de sua importância, e essas taxas de retorno seriam trazidas para níveis de mercado. Isso porque, na opinião do respondente, há determinados grupos de investidores para os quais a mensagem de impacto social não é suficiente para convencê-los a alocar seus recursos neste campo.

Com relação à avaliação realizada por sua organização antes de se realizar a alocação de recursos para os intermediários, o entrevistado comentou que, como sua expectativa ainda não é obter retorno financeiro com esses investimentos, sua avaliação não segue exclusivamente uma lógica econômico-financeira. Os principais fatores que sua organização analisa são: histórico do intermediário que receberá o aporte, relevância desse ator no ecossistema de finanças sociais, percepção desse ator por seus pares, alinhamento temático com as áreas de interesse de sua organização e nível de risco do projeto ou iniciativa. Se é um projeto de alto risco alinhado aos interesses temáticos da organização, decide-se pelo investimento porque haverá uma baixa oferta de capital para financiar o desenvolvimento desse projeto.

O monitoramento dos investimentos realizados por sua organização ocorre por meio de reuniões periódicas e relatórios elaborados pelas organizações que receberam recursos da sua organização.

Com relação aos desafios do setor, o entrevistado destacou: o engajamento de institutos e fundações na agenda de investimento de impacto, que contempla o desafio da segurança institucional e jurídico-contábil de entidades do terceiro setor que passam a ser sócias ou acionistas de negócios sociais constituídos como sociedades empresárias; a sustentabilidade financeira das entidades intermediárias, especificamente das aceleradoras de negócios sociais; a necessidade de se expandir a agenda de negócios sociais e investimento de impacto para além da cidade de São Paulo e de se fazer com que a população de baixa renda também comece a participar desse ecossistema, não apenas como clientes e beneficiários, mas como empreendedores; e o engajamento com o poder público, de forma geral.

Em relação ao primeiro desafio destacado o entrevistado ainda comentou que é necessário um esclarecimento definitivo para as entidades do terceiro setor: o investimento de impacto não é uma evolução da filantropia. Em suas palavras, “você faz filantropia ‘e’ pode fazer investimento de impacto”, não ‘ou’. Isto é, o investimento de impacto deve ser visto como mais uma “ferramenta” para as organizações da sociedade civil.

Na visão do entrevistado, o risco, no contexto do terceiro setor, é de que as empresas ou financiadores desses institutos e fundações realizem algum tipo de pressão para que as entidades sem fins lucrativos por eles apoiadas comecem a direcionar suas atividades cada vez mais para a lógica de investimento de impacto. Isso pode ocorrer em razão da possibilidade de se obter um retorno financeiro com esses investimentos ou até de se garantir a sustentabilidade financeira dessas organizações, o que é interessante para o financiador.

Em relação a isso, o entrevistado entende que deve haver um posicionamento político dos gestores dessas organizações. Eles devem deixar claro aos financiadores que o investimento de impacto é uma ferramenta complementar, que não deve ser implantada para “desmontar” o que até então estava sendo feito em caráter filantrópico, sem expectativa de retorno. Para o respondente, o ideal seria que as organizações da sociedade civil conseguissem conciliar filantropia e investimento de impacto.

O entrevistado também entende que é necessário haver uma reflexão sobre como se pode garantir a sustentabilidade financeira das aceleradoras. Atualmente, a possibilidade de uma aceleradora se tornar sócia minoritária da *startup* em contrapartida ao pagamento pelo processo de aceleração, não é a única forma e talvez não seja a mais justa. “A não ser que você tenha um contexto de uma aceleradora que tenha uma capacidade fenomenal, que tenha uma rede de contatos absurda, que valha muito a pena para o empreendedor”, pondera o entrevistado. O que o entrevistado disse em relação a essa aquisição de participação no capital social dos negócios sociais foi que não acreditava ser essa a única saída.

Em relação ao desafio de expansão para outras regiões do país, o entrevistado entende que há espaço para grupos ou organizações participantes do ecossistema de finanças sociais para abrir pequenos grupos de trabalho (*hubs*, no termo em inglês utilizado pelo entrevistado) em outras regiões do país, aproveitando os ecossistemas regionais de inovação social que já existem. E pelo fato da expansão desse movimento ocorrer de forma lenta, aumenta a distância entre o conhecimento que está sendo construído na cidade de São Paulo e o conhecimento que outras cidades e regiões do país têm sobre o assunto. Para o entrevistado, o problema não é o método – se reunião presencial ou virtual, por meio de *webinars*, transmissões pela internet etc.- mas, sim, a intencionalidade política de entender que isso é relevante e não ocorrerá de forma automática.

Sobre o desafio relacionado ao poder público, o entrevistado comentou que entende ser necessário mobilizar mais atores do governo federal para participar e fomentar o ecossistema de finanças sociais, porque não existe hoje uma agenda bem estruturada com o governo federal. O entrevistado afirma que deveria haver um grupo de trabalho interministerial, com um ator (geralmente a Casa Civil) coordenando e pautando essa agenda. O entrevistado reconhece que no atual momento de instabilidade política do país seria difícil iniciar um trabalho com o governo federal, mas que essa estratégia deveria estar pronta para ser implementada assim que a situação política se normalizar.

Em relação a oportunidades para negócios e investimento de impacto no Brasil, o entrevistado destacou que: “o terceiro setor de um modo geral vai começar a se reinventar e se repensar, olhando para essa lógica do negócio de impacto e percebendo como é que eles podem modelar parte do que fazem, ou a eles próprios, objetivando um formato de negócio.” Para o respondente, mesmo para aquelas organizações da sociedade civil que, por alguma razão, não podem ou não têm interesse em se transformar em um negócio de impacto, abre-se uma oportunidade. Elas podem visualizar a dimensão do desempenho financeiro de suas atividades e, assim, operar com eficiência econômica – “uma agenda muito represada no terceiro setor”, nas palavras do entrevistado.

Para o entrevistado, esse movimento de maior consciência e eficiência no uso dos recursos financeiros é algo que já vem ocorrendo nas organizações do terceiro setor. Ele comentou inclusive que há aceleradoras⁷⁰ específicas para entidades sem fins lucrativos, que se dedicam a levar os aspectos típicos de gestão de um negócio empresarial para dentro da lógica do terceiro setor.

Em sua análise, a preocupação que existe no terceiro setor de que a realização de investimentos de impacto diminuirá os recursos para filantropia, pode até ser pertinente, mas apenas em um momento inicial. Isso porque, no médio prazo, você terá um recurso filantrópico mais eficiente sendo investido em projetos sociais.

⁷⁰ O entrevistado comentou que a organização Phomenta, localizada em Campinas, tem um programa de aceleração voltado para entidades sem fins lucrativos. Para mais informações, vide site institucional: <<http://www.phomenta.com.br/>>. Acesso em: 02 jul. 2017.

Em relação aos aprendizados, o entrevistado destacou: muitas pessoas estão aprendendo sobre o setor de negócios sociais e investimento de impacto. Quanto mais organizações participarem, melhor, porque “não tem ninguém que sabe tudo”. Outra lição - que pode também ser vista como um desafio - é a necessidade de se abrir mais o ecossistema para novas pessoas e organizações participarem. É necessário quebrar a ideia de que o grupo que discute o ecossistema brasileiro de finanças sociais é fechado, composto apenas por pessoas de São Paulo, e realizar mais atividades que integrem pessoas novas, algo que, inclusive, o respondente reconhece que vem sendo realizado através de algumas iniciativas.

Sobre perspectivas do setor, o entrevistado enxerga que daqui a dez anos não será mais necessário explicar o que são negócios sociais e investimento de impacto, as pessoas terão clareza sobre essa agenda e ela estará consolidada. Para ele, haverá muito mais recursos, negócios, intermediários e investidores.

O respondente destacou que ainda vê com certa nebulosidade o futuro dessa relação entre terceiro setor e investimento de impacto. Sua preocupação é que daqui a dez anos se conclua que a inserção do investimento de impacto como nova ferramenta para as organizações sem fins lucrativos acabou desvirtuando o propósito dessas organizações. Ou o contrário: que o investimento de impacto acabou sendo utilizado pelas organizações da sociedade civil como uma ferramenta adicional à filantropia tradicional.

Em sua opinião, há o risco de as organizações que se envolverem com a agenda de investimento de impacto se desvirtuar de seus propósitos, pois o mecanismo de investimento de impacto é “muito tentador”, nas palavras do entrevistado. Nesse sentido, o respondente entende que deve haver uma instância mediadora, sem poderes de regulação, mas que forneça as bases desse ecossistema. Segundo o entrevistado, “nós estamos num momento agora de convencimento, de mobilizar, de sensibilizar os atores, daqui a pouco você não vai mais precisar fazer isso” e, então, será necessário direcionar a atenção para a mediação, a ser realizada por uma organização que aponte os rumos dos negócios sociais e investimento de impacto.

Em um cenário pessimista para o setor de forma geral, não apenas para institutos e fundações envolvidos nesse ecossistema, o entrevistado pontuou que pode ser que as pessoas que estejam liderando a agenda de investimento de impacto no Brasil tenham desvirtuado a proposta original de impacto social, acompanhado de lucro, de modo que o impacto social tenha sido colocado

em segundo plano e o foco passe a ser o retorno financeiro. É justamente para evitar esse tipo de cenário que, na opinião do entrevistado, deveria haver alguma forma ou órgão de mediação do setor, nos termos descritos em parágrafos anteriores.

4.2.2 Entrevistado 2

O entrevistado pensa o conceito de valor social sob três aspectos. O primeiro é relacionado ao fato de uma organização incluir em sua cadeia alguns fornecedores ou parceiros que não estariam nas grandes cadeias de valor. Ao trazer essa empresa ou empreendedor para sua cadeia de valor, a organização não negocia simplesmente com base no menor preço, mas buscar pagar um prêmio, por exemplo, pela qualidade do insumo fornecido. O segundo aspecto está relacionado ao fato de uma organização oferecer crédito para empresas e empreendedores que, em suas palavras, “não fazem parte do *mainstream* do sistema econômico”. O terceiro aspecto se refere a um olhar que se volta para dentro da organização, para questões sociais que carecem de atenção como a disparidade de ganhos e o respeito à diversidade em geral. A questão da inclusão da mulher foi citada de maneira específica pelo respondente como algo que necessita de uma ação mais afirmativa.

No final da sua fala, o entrevistado pontuou que “em grande parte, nós estamos sempre falando de diminuição de desigualdade”. Ao responder às perguntas subsequentes, o entrevistado destacou que o significado de valor poderia ser ampliado para além dos três aspectos citados no parágrafo anterior. Para ele, dar acesso à moradia e oferecer educação de melhor qualidade é também um valor social. Portanto, há várias questões ligadas a moradia, educação, saúde e segurança nas quais é possível atuar para gerar valor social.

De acordo com o entrevistado, a redução de desigualdade no âmbito das empresas geralmente não envolve a base da pirâmide. No entanto, essa preocupação de diminuir as desigualdades não deve se restringir ao ambiente de empresas, pois há uma “desigualdade brutal” na base da pirâmide que incomoda a todos.

O respondente citou o economista francês Thomas Piketty⁷¹ para dizer que “quando você tem o retorno de capital maior do que o crescimento do PIB, automaticamente você concentra

⁷¹ O livro mais famoso de Thomas Piketty se chama “O capital no século XXI” (2013) e trata da concentração de riqueza e da evolução das desigualdades no mundo.

riqueza.” Portanto, “deve-se haver esse olhar para a maneira como a inclusão social é promovida”.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado, em um primeiro momento, disse achar que sim. Alguns minutos depois, o entrevistado ponderou: “Eu estou demorando para te responder, porque se você perguntar se é nosso desejo, absolutamente. Mas o quanto isso está acontecendo eu não sei te dizer ainda.”

O respondente então explicou que quando há empresas com interesse genuíno em gerar impacto social, ele é apurado e mensurado de forma séria. Além disso, uma ação é sempre realizada para melhorar esse impacto lá na ponta. Para exemplificar, ele citou duas empresas nas quais sua organização investe, onde isso vem ocorrendo.

Ao ser questionado sobre a principal diferença entre o papel de um investidor tradicional e de um investidor de impacto, o respondente comentou que, em termos muito pragmáticos, nos investimentos tradicionais há uma “sobra de análise” em razão da ampla oferta de analistas, de *softwares*, de algoritmos, de fundos de *private equity*. Nesses investimentos, portanto, o envolvimento do investidor é muito pequeno.

Já no investimento de impacto tudo ainda é muito novo, então o investidor precisa ajudar em todo o processo de escolha de investimentos, participar de comitês de investimentos, acompanhar os negócios e também propagar o investimento de impacto para outros investidores. Em sua percepção, o investimento de impacto ainda é visto por certos investidores como “café com leite”, no exagero da palavra. Para o entrevistado, é quase como se os recursos para investimentos de impacto saíssem da parcela do patrimônio destinada à filantropia. Uma frase que o entrevistado ouviu recentemente de um investidor relevante no mercado foi: “eu ganho dinheiro aqui, e faço o bem ali; não junto as duas coisas”.

O respondente afirma que uma grande mudança deveria ocorrer para que exista um entendimento amplo de que as variáveis socioambientais são determinantes e tão importantes quanto às financeiras. Em sua visão, apesar de todos saberem que a desigualdade no mundo está aumentando, isso ainda não é levado a sério. E um passo necessário seria monetizar as

externalidades, pois o negócio sempre dará retorno nas três dimensões: social, ambiental e financeira.

Uma reflexão colocada pelo entrevistado é que deveria haver um mecanismo similar ao que existe com créditos de carbono. Ou seja, da mesma forma que há métricas para se mensurar a externalidade ambiental, deveria haver métricas para se mensurar as externalidades sociais. Em sua visão, no momento em que for possível monetizar essas externalidades, é provável que empresas se interessem em comprar esse “crédito social”. Assim, a empresa que gerar externalidades negativas, a fim de compensar o impacto negativo de suas atividades, compraria esse crédito social.

O respondente concordou com este autor quando comentou que essa monetização de externalidades seria similar à que é feita na estruturação de um *social impact bond* e que talvez o desafio seja trazer essa dinâmica para as empresas de forma ampla, não restrita a esse instrumento financeiro específico.

Em relação à taxa de retorno, o respondente comentou que, atualmente, os investimentos de impacto que realizou têm uma relação risco/retorno menos favorável do que o investimento tradicional. Não necessariamente há uma taxa de retorno menor, mas eles apresentam maior risco e maior prazo para retorno.

Ao ser questionado se essa taxa menos favorável em termos de risco/retorno estava relacionada ao momento ainda incipiente do ecossistema de finanças sociais no Brasil, o respondente comentou que sim. É o que tem acontecido na prática com os casos que ele tem conhecimento.

O investimento de impacto seria, portanto, um capital mais paciente, que tem seu lado bom, pois favorece o desenvolvimento do ecossistema, mas que paga a penalidade de ser visto como um investimento “café com leite”, expressão utilizada pelo entrevistado. Segundo sua percepção, essa ainda é a forma como certos investidores enxergam esse tipo de investimento. Para o entrevistado, o ideal seria que os investimentos de impacto tivessem (e fossem vistos com) a mesma agressividade e seriedade que os investimentos tradicionais, que só visam retorno financeiro.

O efeito disso é que os fundos de investimento que investem em negócios de impacto se permitem errar muito menos. Analisa-se um volume muito grande de negócios para se investir em alguns poucos. Na visão do entrevistado, dever-se-ia adotar uma lógica de fundos tradicionais de *venture capital*, como os do Vale do Silício, pois, em suas palavras, se “não tiver a lógica de exponenciar, o impacto é sempre limitado.” Existe sempre uma sobra de capital a ser investido em razão de uma pressão, “você não pode errar”.

Em sua análise, “está todo mundo testando”. E nesse momento é necessário ter esse capital mais paciente para se iniciar o desenvolvimento desse ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto. No entanto, deveria acontecer uma mudança de curto prazo para a lógica de *venture capital* para que uma empresa, em cada 10, apresente crescimento exponencial e compense o desempenho mediano ou até mesmo a falência de outras nove empresas investidas.

Ao citar exemplos de *startups* tradicionais que poderiam gerar um alto impacto social, esse autor questionou se a intencionalidade na geração de impacto social dos empreendedores na estruturação do negócio era relevante. O entrevistado comentou que há muitos negócios que nascem para gerar apenas retornos financeiros, mas acabam gerando um tremendo impacto social. “Essas coisas não deveriam ser dissociadas”, afirma ele. Por isso é preciso dedicar mais atenção para esse tipo de negócio.

Questionou-se também se a organização do entrevistado fazia uma avaliação antes de realizar um investimento, para saber se os negócios em que estavam investindo tinham potencial para gerar valor social. O entrevistado respondeu que os próprios fundos em que investe realizam essa avaliação prévia. Em determinados investimentos essa análise envolve identificar em qual dos ODS aquele negócio está atuando.

O entrevistado comentou que está realizando um investimento de forma direta, sem a participação de fundos ou outros intermediários, para o qual foi elaborada uma teoria de mudança⁷² a fim de identificar os potenciais impactos desse negócio. Nesse caso, não foi feito

⁷² Segundo Anderson (2005, p. 1), a teoria de mudança, de forma simplificada, é uma ferramenta que explica como um conjunto de conquistas iniciais e intermediárias estabelece os alicerces para se atingir um resultado de longo prazo. Um exemplo de teoria de mudança pode ser visto em: <<http://www.movesocial.com.br/pt-br/home/teoria>>. Acessado em 04 jul. 2017.

um exercício para se relacionar o negócio a algum dos ODS, mas, para o entrevistado, a teoria de mudança tem que terminar direcionada a algum ODS.

Outro ponto destacado pelo entrevistado é que há muitos relatórios para análise de impacto socioambiental. Deveria haver uma padronização, porque “estão usando lentes diferentes para olhar a mesma coisa”. Ele inclusive comentou que contratou uma organização para realizar um estudo e traçar um paralelo entre os relatórios existentes.

Com relação ao monitoramento, o entrevistado comentou que acompanha informações sobre impacto social por meio de reuniões e relatórios das organizações em que investiu.

Em relação aos desafios do setor, o entrevistado destacou que o principal é tentar monetizar os retornos socioambientais, nos termos descritos nos parágrafos anteriores. O segundo desafio é tentar diminuir a distância entre o investimento de impacto, que por vezes assume um viés assistencialista, e o investimento tradicional, cujo único objetivo é o retorno financeiro. Por uma razão ideológica, ainda há certa polarização entre o empreendedor que quer maximizar o ganho financeiro e aquele que quer “fazer o bem”. Na visão dele, essa separação não é boa, e deve haver um caminho em que essas duas dinâmicas aconteçam de forma conjunta.

Ao ser questionado se também seria um desafio superar a ideia do investimento de impacto como “café com leite”, o entrevistado respondeu que sim.

Sobre as oportunidades que observa, o entrevistado destacou que esse mercado pode vir a ser *mainstream*. Ou seja, daqui a algum tempo não haverá mais investimento de impacto, porque todo investimento será de impacto. Os negócios que hoje divulgam dados financeiros deverão também divulgar dados socioambientais. O respondente ponderou, no entanto, que talvez isso seja mais um sonho, uma utopia, do que uma oportunidade.

Ainda, uma vez que se consiga monetizar as externalidades há uma oportunidade de se traduzir esses benefícios em dinheiro de modo que o consumidor talvez pague mais caro por um produto - porque ele atua dentro de padrões éticos de negócio (*fair trade*, na expressão em inglês utilizada pelo entrevistado) ou porque ele é feito de algum insumo reciclado.

O entrevistado trouxe o exemplo dos consumidores que não aceitam comprar produtos cosméticos de fábricas que realizam testes em animais. Ele acredita que, também em relação a outros hábitos de consumo, as exigências desses consumidores serão elevadas. Na outra ponta, as organizações deverão se preparar para atendê-los.

O entrevistado entende que o fato do Brasil possuir desigualdades extremas a serem resolvidas é uma oportunidade. Ele também sugere que o tema da base da pirâmide seja retomado, pois ainda há uma enorme parcela da população nas classes mais baixas do nosso país.

Em relação ao principal aprendizado, o entrevistado retomou a necessidade de se ter uma uniformização de métricas de impacto socioambiental, o que levaria a uma conversão dos resultados socioambientais em dinheiro. Com isso, no momento em que a organização conseguir calcular suas externalidades negativas, por exemplo, ela poderá (ou terá) que reverter esse valor em investimentos socioambientais. E, portanto, poderá servir como um enorme viabilizador desse tipo de investimento.

Sobre as perspectivas do setor, o entrevistado disse enxergar claramente uma enorme expansão. Ele acredita que nos próximos cinco anos todos os principais bancos comerciais já estarão oferecendo aos seus clientes a oportunidade de realizar investimentos de impacto. Para que isso aconteça, todos os atores envolvidos precisarão demonstrar coragem. Os empreendedores ao acreditar nos seus negócios, os clientes/investidores ao aceitar um risco muito maior, e as instituições financeiras ao incluir esse novo produto em seu portfólio. Para o respondente, em cinco anos os investimentos de impacto passarão a fazer parte do *mainstream* de investimentos.

4.2.3 Entrevistado 3

Ao responder sobre a atuação da sua organização, o entrevistado mencionou que não gosta de usar o termo “social”, pois acredita que ele vem carregado de uma ideologia que remete à dependência de subsídios, à ineficiência operacional, a um negócio mais focado no social, a organizações sem fins lucrativos. Em razão disso, o entrevistado esclareceu que utilizaria o termo “impacto” (sugerido por esse autor) para falar do valor social.

Ele parte do princípio de que “todos os negócios são negócios de impacto”. Tal impacto, no entanto, pode ser negativo ou positivo, sendo que o negativo deveria ser precificado no produto ou serviço comercializado.

O entrevistado citou o exemplo de uma mãe que opta por comprar um refrigerante em vez de um alimento nutritivo para seu filho. O preço do custo social não está embutido no preço do produto. O custo social está relacionado ao custo com gastos de saúde pública que serão assumidos pelo Estado em decorrência de eventuais problemas de saúde dessa criança, como diabetes, no caso do consumo excessivo de refrigerante. Além disso, a alimentação dessa criança sem os nutrientes necessários impactará, a longo prazo, no seu crescimento, na sua formação e até na sua capacidade cognitiva, o que pode afetar a maneira como essa pessoa contribuirá (ou não) para a sociedade – esse custo também não está incluído no preço do produto.

Nas palavras do entrevistado: “hoje, infelizmente, boa parte do impacto negativo é uma externalidade negativa que não é capturada de maneira alguma, ela simplesmente fica na sociedade”. O mesmo ocorre com o impacto social ou ambiental positivo, que também não é capturado. E essa falha na captura mostra que estamos ainda “numa época muito primitiva do impacto”.

Ele acredita que mais por regulamentações e exigências legais “e menos por boa vontade das organizações e das pessoas”, esses impactos negativos serão precificados de forma que, no futuro, a sociedade e o poder público não mais assumirão essas externalidades em nome das empresas. O mesmo ocorrerá com os impactos positivos ambientais e sociais, que serão valorados e refletidos no preço dos produtos. O respondente citou que alguns mecanismos criativos estão sendo criados nesse sentido, como o *social impact bond*.

Para exemplificar o que seria esse impacto social ou ambiental positivo, o entrevistado se referiu a “qualquer produto ou serviço que melhore a vida das pessoas, em que o valor daquele produto ou serviço ultrapassa o valor de custo econômico daquele produto ou serviço que você está comprando”. O respondente reconhece que, na prática, esse critério pode ser bem subjetivo. Por isso, para saber se de fato trata-se de um impacto social positivo, a análise deverá ser feita caso a caso.

O exemplo citado pelo entrevistado foi o da compra de um novo televisor por uma família. Se a mãe ou o pai que comprou o televisor não está deixando de comprar outros produtos que seriam mais relevantes para a família, haveria um impacto social positivo na compra desse televisor, em razão de uma contribuição com o bem-estar dessa família. Caso contrário, na hipótese de a televisão ter sido comprada em substituição a outros bens que seriam fundamentais, na prática, isso estará prejudicando a situação dessa família.

Ao ser questionado se o elemento de intencionalidade seria relevante para os negócios de impacto, o respondente disse que não, pois muitas vezes um empreendedor pode desenvolver um produto que tem um impacto social incrível na vida das pessoas, mas que foi desenvolvido sem essa intenção. O respondente citou o exemplo do M-Pesa, um serviço de banco por celular criado no Quênia que melhorou muito a vida das pessoas⁷³. Segundo o respondente, em nenhum momento esse negócio foi apresentado como um negócio social ou um negócio de impacto.

Na opinião do entrevistado, “muitas vezes a intenção não gera impacto”, por mais bem-intencionado que seja o empreendedor. Em suas palavras, o melhor *feedback* para o “empreendedor saber se o seu produto ou serviço está melhorando a vida das pessoas é a disposição que elas têm de pagar o preço comercial por aquele produto ou serviço”.

Quanto ao fato da geração de valor social do negócio estar sendo ou não potencializada pelos investidores de impacto, o entrevistado afirmou que não. Isso porque, segundo ele, os investidores de impacto estão fazendo muitas exigências e dando uma atenção excessiva a detalhes (*micromanagement*, na expressão em inglês utilizada). Ele citou como exemplo um investimento de impacto realizado por uma fundação internacional que, ao fazer determinadas exigências para a organização que recebeu esses recursos, acabou gerando um custo operacional para cumprir essas exigências mais alto que o próprio valor dos recursos recebidos da fundação. Após citar esse exemplo, o respondente comentou que “a maior parte desses investidores estão atrapalhando mais do que ajudando”.

Segundo o entrevistado, essa conclusão também se aplica a fundos de *venture capital* e aos demais atores que estão realizando investimentos de impacto, que colocam uma ênfase

⁷³ Segundo dados do artigo de Porter & Kramer (2011, p. 8), o M-Pesa atraiu dez milhões de clientes em três anos e, quando da publicação do artigo, os fundos administrados por meio desse aplicativo representavam 11% do PIB do país. Disponível em: <https://ncg.org/sites/default/files/resources/HarvardBusinessReview_Creating_Shared_Value.pdf> Acesso em: 16 jun. 2017.

excessiva no aspecto de métricas de impacto social. Em sua visão, o fato de vincular métricas de impacto social à remuneração do gestor do fundo, por exemplo, é um incentivo à criação de números, indicadores que nem sempre refletem a realidade.

Para o respondente, um bom investidor identifica um empreendedor que está desenvolvendo um negócio que pode ajudar as pessoas, com ou sem a intencionalidade de gerar impacto social. Segundo o entrevistado, o recurso deveria ser investido porque o empreendedor “é bom e sabe o que está fazendo”, e o investidor deveria deixar o empreendedor “trabalhar em paz”.

Assim, as regras e compromissos a serem seguidos pelo empreendedor em relação ao capital investido deveriam ser apenas aqueles estabelecidos nos documentos de investimento. Para o entrevistado, não se deveria entrar nesse detalhamento das métricas, pois se acabam criando obstáculos desnecessários que tiram o foco da atenção principal, que é o beneficiário final – “ele é quem está de dando o feedback se o produto é bom ou não”, diz o entrevistado.

Ao ser questionado se as métricas não seriam tão relevantes, ele respondeu que sim, são relevantes, mas desde que a mensuração delas seja eficiente. O respondente citou um exemplo real de uma empresa que fabrica redes para prevenção da malária em Gana. Nesse caso, a informação do número de redes vendidas no mês seria um indicador suficiente. Não seria necessário incorrer em um custo alto, contratar um avaliador externo para mensurar o impacto desse negócio e das redes na população. Para o respondente, se uma pessoa está usando a rede para pescar e outra para amarrar o cabelo, isso não é relevante, pois a maioria estará usando para a finalidade prevista originalmente.

Como considerações finais sobre esta pergunta, o entrevistado mencionou que os investidores de impacto não estão potencializando a operação dos negócios sociais em que investiram. Isso porque têm uma visão romantizada do que é impacto, carregada de muita ideologia, e porque confundem os conceitos de filantropia e investimento de impacto. Para o respondente, uma coisa é colocar dinheiro em uma empresa nascente, com uma aposta que essa empresa irá se desenvolver. Outra coisa é colocar dinheiro em uma empresa nascente sem criar essa capacidade da empresa se desenvolver, estabelecendo uma relação de dependência do capital desse investidor.

A partir de um investimento recente realizado pela sua organização, o entrevistado comentou que as pessoas associam investimento de impacto a um custo de capital abaixo de mercado; se atêm à ideia de que o dinheiro tem que ser subsidiado, que tem que fazer filantropia. Na visão do respondente, esse capital subsidiado cria “ineficiência, dependência” e o empreendedor acaba focando em tudo, menos no beneficiário final, o cliente, que é a pessoa que, em suas palavras, dará o “feedback, [dirá] se aquele produto ou serviço melhora a vida dele ou não, tem impacto ou não”.

Sobre a taxa de retorno do investimento de impacto, ele acredita que se deve buscar uma taxa de retorno de mercado, como em qualquer outro tipo de investimento. Trabalhar com uma taxa inferior seria filantropia, ou subvenção.

Ao ser questionado sobre a maneira como sua organização avalia um negócio antes do investimento, o entrevistado comentou que é realizada uma auditoria formal, dentro de uma lógica de *financial first*⁷⁴, como qualquer outro investidor faria. No entanto, essa auditoria engloba obrigatoriamente aspectos financeiros, sociais e ambientais, para verificar se a empresa atende a padrões mínimos exigidos por sua organização.

Em relação ao monitoramento, o entrevistado comentou que os indicadores financeiros e socioambientais são apurados e divulgados em relatórios de forma periódica. A frequência varia caso a caso, mas são apurados no mínimo uma vez ao ano.

O entrevistado destacou que os desafios são os mesmos de qualquer outro negócio – “provar o seu plano de negócios, ter um *minimum viable product* (MVP), levar esse produto para o mercado, ter acesso a *funding*, governança, equipe técnica”.

Ao ser questionado se haveria algum desafio específico para empreendedores mais focados em impacto, o entrevistado respondeu que, em sua opinião, esse empreendedor está inserido em um ecossistema onde as pessoas confundem filantropia com impacto e, em razão disso, recebe incentivos diferentes, de diferentes lados.

⁷⁴ Vide explicação sobre os conceitos *financial first* e *impact first* no item 2.5, capítulo 2.

Ao concluir seu comentário sobre essa pergunta, o respondente comentou que o desafio, diante do contexto apresentado no parágrafo anterior, é o empreendedor seguir focado no cliente e no impacto que ele quer gerar para a sociedade sem ceder às pressões de cima para baixo (de *micromanagement*) que podem chegar do doador ou do investidor para impor regras e dizer o que o empreendedor deve fazer com seu negócio. Para o respondente, quem ditará as regras no final será o cliente, lá na ponta, com seu feedback. A partir disso o empreendedor vai iterando seu produto.

Além do que já foi mencionado acima, o respondente acredita que, no Brasil, o empreendedor de impacto enfrentará os mesmos desafios que um empreendedor tradicional enfrenta. Afora os desafios típicos de países em desenvolvimento, como burocracia e marcos regulatórios desafiadores, o empreendedor enfrentará crises políticas que impactam a economia, e, consequentemente, geram incerteza e insegurança para o desenvolvimento de suas atividades.

Em relação às oportunidades, o entrevistado destacou que o Brasil é um dos maiores mercados do mundo e, talvez por isso, e também em razão de uma barreira cultural e de idioma do país, as empresas acabem se restringindo ao mercado nacional. Isso inibe o potencial de escala global que deveria ser explorado desde a origem da organização, não há um preparo para que ela se internacionalize.

Em sua visão, o Brasil é um país com uma indústria diversificada, já considerado de “renda média”, com pessoas qualificadas e infraestrutura. Quanto à cidade de São Paulo, o respondente destacou que se trata de um dos ecossistemas mais desenvolvidos em nível mundial para quem quer empreender.

Em termos de ajuda a esses empreendedores, “você tem aceleradoras, você tem gestores, você tem investidores, institutos, fundações, fundos, pessoas capacitadas, qualificadas; é um sistema que você tem muitas oportunidades que podem te ajudar a ter sucesso”, nas palavras do entrevistado.

Como aprendizados, o entrevistado comentou que há muitas pessoas impactadas por ideologias e desinformação nesse ecossistema. Em razão disso, muitas vezes não dá para se esperar bom senso, mesmo de pessoas altamente qualificadas e inteligentes. Na opinião do entrevistado, há

uma visão muito romântica, especialmente das pessoas mais jovens, sobre o que significa empreender um negócio de impacto social ou trabalhar com impacto social.

Além disso, o respondente identifica que vários erros que estão sendo cometidos no país já ocorreram em outros países mais desenvolvidos em relação à agenda de investimento de impacto. Portanto, algo que poderia ajudar no desenvolvimento do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto é buscar inspiração e conhecimento das experiências e aprendizados internacionais.

Ao responder sobre sua perspectiva para os próximos dez anos, o entrevistado começou ponderando que, em sua opinião, o Brasil teve uma evolução enorme nos últimos dois anos, inclusive com atores do *mainstream* se interessando pelo tema. O respondente ainda vê um interesse e curiosidade muito maiores, mais pessoas se informando sobre investimento de impacto. No entanto, há muita gente que está vindo da filantropia, às vezes com má fé. Ao enxergar o investimento de impacto como uma competição, tentam se apresentar como uma organização de impacto.

Ao ser questionado se as organizações do terceiro setor poderiam apoiar os negócios de impacto com recursos subsidiados, o respondente disse que sim, contanto que esse apoio fosse feito de forma mais inteligente, gerando valor para os negócios em que investiram.

Em relação aos próximos dez anos, o entrevistado destacou novamente que o setor *mainstream* está entendendo o que é impacto. Em suas palavras, o *mainstream* está “trazendo práticas comerciais, com éticas de trabalho mais ‘sangue nos olhos’ para começar a fazer impacto, e, no final, (...) gerar valor ao investido, gerar valor para o beneficiário final”.

Ao ser questionado se os grandes bancos de varejo no Brasil estarão envolvidos nessa agenda daqui a dez anos, o entrevistado disse que os bancos não se envolverão por “livre e espontânea vontade”, mas o farão se houver uma demanda e exigência por parte do investidor institucional, das famílias de alta renda. Segundo ele, esse é um movimento que se iniciou recentemente no país. No caso das famílias de alta renda, até por inspiração do que vem acontecendo em outros países.

Uma percepção compartilhada pelo respondente com relação ao interesse dos bancos em participar desse ecossistema é que não são apenas os departamentos de sustentabilidade que estão comparecendo aos eventos de investimento de impacto. Também as áreas de negócios estão presentes com o intuito de entender o que está acontecendo e pensar em soluções de produtos para começar a atender essa demanda.

4.2.4 Entrevistado 4

Em relação ao significado de valor social, o entrevistado entende que se trata de um conjunto de benefícios gerados através do seu negócio, para uma pessoa e para a sociedade como um todo - benefícios que agregam valor para aquela pessoa e para o mundo, que não necessariamente podem ser representados pelo dinheiro.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais eles investiram gerem mais valor social, o respondente comentou que pelo fato do ecossistema de negócios sociais ser muito novo, os negócios sociais e investidores estão ainda em uma fase de “provação”, de verificar se os primeiros negócios sociais que surgiram no país conseguirão se sustentar do ponto de vista financeiro.

Pensando nessa temática, o entrevistado ilustrou uma discussão recente que teve em sua organização. Ele levou uma situação para ser analisada pelo seu Conselho Consultivo, situação que apresentava um aparente *trade off* entre impacto social e retorno financeiro. Os membros desse conselho, profissionais de diferentes perfis, foram unânimes em dizer que “não dá para você pensar em impacto, se você está morto”, pois se sua organização estiver “morta” não haverá impacto algum. Com a discussão se concluiu que era necessário primeiro estruturar bem a operação, para depois voltar a elaborar as estratégias de impacto.

O respondente deixou claro que na sua organização todos estão alinhados, que o negócio deve gerar retorno financeiro acompanhado de impacto social positivo. No entanto, em sua visão, há uma preocupação macro do ecossistema de fazer com que esses primeiros negócios sociais que foram constituídos no país alcancem sua sustentabilidade do ponto de vista financeiro. Uma vez que tenham atingido essa sustentabilidade, o aspecto do impacto social será discutido com maior profundidade.

Com relação à taxa de retorno do investimento, o entrevistado disse que os investidores que são mais próximos da Força Tarefa de Finanças Sociais estão dispostos a promover esse setor e, em sua análise, estão exigindo retornos abaixo do mercado para viabilizar os negócios sociais que estão em operação. De forma geral, em razão do momento do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto ser ainda muito novo, ele entende que atualmente a taxa de retorno deveria ser abaixo da taxa de mercado mesmo, para se experimentar esse tipo de investimento.

Apesar dessa opinião, o entrevistado ressaltou que atualmente o sistema de preços considera apenas o valor financeiro na conta. Por exemplo, ao se investir em uma empresa envolvida em um escândalo de corrupção, mas que garante ao acionista uma alta taxa de retorno, não se está monetizando todo o passivo gerado por essa organização, seja do ponto de vista socioambiental ou político. O mesmo ocorre com o negócio social. Ao se falar que determinado investimento em um negócio de impacto gerou retorno financeiro abaixo da taxa de mercado, não se está monetizando todas as externalidades positivas que ele ocasionou na sociedade como um todo.

O entrevistado entende que, a longo prazo, a taxa de retorno deve ser aquela que gere “satisfação econômica” para os investidores. Segundo o respondente, porém, é necessário que os investidores desenvolvam esse conceito de satisfação econômica, pois não é saudável o negócio social buscar a maximização da rentabilidade em benefício do investidor.

Com relação à avaliação pré-investimento do potencial de geração de valor social, o entrevistado comentou que seu negócio possui três investidores institucionais e mais de uma centena que investiram por meio de uma plataforma de *equity crowdfunding*⁷⁵. O primeiro investidor institucional participou ativamente do desenvolvimento de sua organização e, portanto, só investiu por conhecer o potencial de impacto do seu negócio. O segundo investidor institucional também investia exclusivamente em negócios sociais, e realizou o investimento por conhecer as atividades desenvolvidas por sua organização. O entrevistado não forneceu informações sobre a análise feita pelo terceiro investidor institucional.

⁷⁵ No Edital de Audiência Pública nº 06/2016 da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, foi disponibilizada a minuta de instrução para regulamentar a captação de investimentos “por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo”. Segundo consta no edital, *equity crowdfunding* se refere ao financiamento coletivo de projetos ou negócios por meio de um portal na internet, tendo como contrapartida a esse investimento o recebimento de títulos de participação no projeto ou negócio correspondente (BRASIL, 2016, p. 2)

Com relação aos investidores que investiram por meio de *equity crowdfunding*, o entrevistado comentou que o perfil desses investidores é bem variado, mas que todos tiveram acesso a um material com indicadores de impacto social e econômico, nos termos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para que pudessem tomar a decisão sobre investir ou não no negócio. No entanto, a maioria desses investidores decidiu realizar o investimento pela causa em si. Nas palavras do entrevistado “eu acho que está todo mundo apostando em: esse mercado existe ou não existe? Esses negócios param de pé ou não param?”.

Em termos de monitoramento, o entrevistado comentou que sua organização elabora relatórios com dados sociais e econômicos trimestralmente, que são enviados para todos os seus investidores. Os três investidores institucionais são muito próximos à organização, fazem questionamentos e acompanham as atividades. O respondente comentou que nunca houve uma ação proativa dos demais investidores em relação às informações dos relatórios.

Em 2016, foram realizadas duas pesquisas sobre o impacto social das atividades da organização do entrevistado, conduzidas por duas entidades externas especializadas nesse tipo de avaliação. Segundo o respondente, até então eram incluídos nos relatórios apenas *outputs* gerados pela sua operação. Com essas pesquisas, “começaram a haver uma série de insumos e dimensões de impacto”, os quais também foram incluídos nos relatórios de sua organização.

Sobre os desafios do setor, o entrevistado destacou que por ser o mercado de negócios sociais um mercado novo, falta estrutura para atendê-lo e falta literatura acadêmica e de negócios para suportar as atividades de organizações interessadas em atuar nele. O entrevistado citou o exemplo de um banco que certa vez comentou que não havia literatura de crédito para o setor específico de atuação do seu negócio.

Na visão do respondente, o desafio da sua organização é justamente ajudar a estruturar melhor esse mercado, não apenas em relação a bancos, mas a todos os demais agentes envolvidos de alguma forma, como agências de publicidade especializadas em comunicação para a baixa renda. À época da entrevista, o respondente comentou que estava precisando contratar esse tipo de serviço, mas estava com dificuldade de encontrar um fornecedor com experiência em publicidade para esse público.

Ao comentar sobre os desafios do setor, o respondente se lembrou de uma discussão que teve com seus sócios quando da concepção de sua organização, eles discutiam se o negócio distribuiria lucros ou não. Não havia um consenso entre os sócios, mas, em sua opinião, deveria ser um negócio social sem distribuição de dividendos aos sócios. O primeiro empréstimo que sua organização tomou foi contratado junto a um parceiro que fez essa exigência de forma expressa: o negócio não poderia distribuir lucros. Quando precisaram de mais dinheiro, voltaram a falar com esse parceiro, mas ele não tinha mais dinheiro para emprestar e, na época, não havia no mercado oferta de capital para negócios sociais que operassem sem distribuição de lucros.

Para o entrevistado, esse foi mais um caso vivenciado por sua organização que demonstra a falta de serviços e produtos voltados para o ecossistema de negócios sociais.

Por sua vez, ele acredita que as oportunidades estão diretamente relacionadas aos desafios apontados acima. Ao se conseguir ofertar serviços, produtos e soluções voltadas para a população de baixa renda, uma janela de oportunidades estará sendo aberta para essas próprias organizações intermediárias e também para negócios sociais que estão realizando suas atividades com foco nesse público. Nas palavras do entrevistado, “serviços, produtos e estruturas que você precisa não estão prontos”.

Ao comentar sobre seu principal aprendizado no setor, o entrevistado destacou que o contexto atual do ecossistema de negócios sociais no país ainda está muito “amorfo”, ou seja, é permitido que várias pessoas e organizações experimentem suas propostas de negócio e iniciativas, pois, em sua visão, todas elas devem se desenvolver. Uma vez desenvolvidas, o setor decidirá se faz sentido elas permanecerem ou não no ecossistema de negócios sociais. Nesse contexto, a principal lição de sua organização é manter-se “muito firme no propósito que a gente quer construir dentro desse ecossistema no país”. E concluiu: “vale tudo mesmo, mas para a gente aprender”.

Sobre suas perspectivas para o setor nos próximos dez anos, o respondente comentou que o setor evoluiu muito nos últimos quatro, cinco anos, e que todos os atores foram envolvidos, incluindo o poder público e a academia. Em sua análise, o tema de negócios sociais foi colocado em pauta e há, nesse momento, um debate de estruturas muito sofisticadas de fomento ao campo. Portanto, o respondente enxerga que essa evolução tende a continuar.

Como exemplo disso o entrevistado comentou sobre uma aula recente que ministrou. Um dos alunos que trabalhava em um banco de varejo atendendo pessoas de alta renda comentou que seus clientes estavam querendo diversificar sua carteira com investimentos em negócios de impacto, mas que o banco não possuía nenhum produto para oferecer a eles. Na opinião do entrevistado, isso demonstra o nível alcançado pelo setor. Daqui a dez anos, negócios sociais e investimento de impacto não serão mais novidade, ele afirma, “estará em nossa rotina”.

4.2.5 Entrevistado 5

Ao ser questionado sobre o conceito de valor social, o entrevistado respondeu que, em sua opinião, é um conceito muito amplo e que preferia tratá-lo no âmbito do seu negócio. A proposta de impacto da sua organização é baseada em seus três *stakeholders* principais: o cliente, o profissional que oferece a solução do seu negócio e a comunidade onde a organização está instalada.

Para o cliente, a proposta de impacto se baseia (i) no próprio aprendizado da solução oferecida por sua organização – que, segundo o entrevistado, há pesquisas que demonstram que tal aprendizado pode representar um aumento de salário no mercado profissional de até 65% – e (ii) na troca cultural que ocorre com o profissional de sua organização, que é sempre estrangeiro.

Para o profissional estrangeiro, a proposta de impacto está relacionada à transformação social em sua vida, por se relacionar com outra cultura e por morar na própria comunidade onde trabalha, que é o que geralmente acontece.

Por fim, a proposta de impacto para a comunidade é de gerar um aumento de renda para as famílias que hospedam esses profissionais estrangeiros, e fazer uma integração cultural da comunidade com os profissionais estrangeiros. Segundo o respondente, por meio da solução oferecida por seu negócio, poderá haver, a médio e longo prazo, uma diminuição nos índices de violência dessa comunidade.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado comentou que os investidores alocam seus recursos em um negócio social apenas se houver um alinhamento da tese de impacto dos

investidores com a solução, serviço ou produto oferecido pelo negócio social em análise. Havendo esse alinhamento, a atenção dos investidores se volta quase que totalmente para garantir que o negócio se sustente, para “ficar em pé”, ele diz. Em suas palavras:

Métricas de impacto existem, são bacanas, mas o investidor não vai tirar o dinheiro dele, ou o detentor do capital mesmo não tira o dinheiro dele do investidor por conta disso, porque o número de impactados não foi um milhão, foi setecentos mil. Agora, se o teu lucro projetado era 1 milhão e foi 700 mil, ele vai tirar.

Se valendo de uma análise crítica, o entrevistado comenta que o investidor não olhará para o aumento de impacto como uma questão “ultrarrelevante”, olhará, sim, para o aumento da operação, que cria impacto indiretamente.

Fala-se muito em métricas de impacto como algo muito determinante, mas, em sua visão, elas talvez sejam determinantes apenas para se ter acesso a recursos de investidores. Para ele, não há muitas métricas suficientemente boas e “os negócios não têm tempo para olhar para isso, e muito menos capital para olhar para uma coisa que é cara e nova, ampla.” O respondente complementou que o impacto em alguns setores, como na educação, é algo para médio a longo prazo; e, por isso, para se ter um dado estatístico de qualidade é necessário um prazo mais longo. Assim, com um olhar rigoroso sobre impacto social, ele menciona que esse tipo de análise é feita, ainda com frequência, com base no perfil do empreendedor e em uma aproximação do que seria o impacto daquele negócio social.

Apesar da análise crítica exposta nos parágrafos anteriores, o respondente ponderou que o papel do investidor de impacto é olhar para a operação mesmo, que é a sua expertise. Ou seja, uma vez que a tese de impacto está alinhada entre empreendedor e investidor, este deve atuar para o crescimento da operação, melhorá-la em eficiência, escala e efetividade.

Com relação à taxa de retorno do investimento, o entrevistado comentou que há dois cenários para se analisar. No primeiro se tem o capital proveniente do terceiro setor que está migrando para o setor de negócios sociais; um capital filantrópico, portanto, alocado a fundo perdido. Conforme expectativa do respondente, ele deve aumentar ainda mais. No segundo cenário refere-se ao capital que era investido em negócios tradicionais e agora está migrando para negócios de impacto.

De acordo com o entrevistado, no primeiro caso a taxa de retorno deve ser menor do que a taxa média de mercado, pois se refere a um capital que anteriormente estava destinado à doação, sem expectativa de qualquer retorno. No segundo caso, a taxa de retorno deve ser igual ou superior às taxas médias de mercado, pois, em suas palavras, “se o negócio não tem estrutura sólida para competir com o mercado tradicional, não vai resistir, não vai subsistir, o capitalismo não dá essa brecha”.

Ao ser questionado sobre esses dois cenários aplicados ao seu negócio, o entrevistado disse que, embora prefira captar recursos do terceiro setor, se olhar apenas para o aspecto financeiro o dinheiro de investidores que atuam sob a dinâmica de *venture capital*, por exemplo, pode ajudá-lo a obter uma expansão mais rápida. Isso porque esses investidores podem aportar não apenas recursos financeiros, mas também contribuir com expertise em negócios (o chamado *smart money* no jargão de investimentos). Ao cobrarem uma margem maior de crescimento, eles podem gerar um efeito positivo na estratégia do negócio e na própria equipe da organização em termos de motivação.

Ao ser questionado se essa diferença entre taxas de retorno para investimento em um mesmo negócio (ou rodada de investimento) não poderia fazer com que o investidor do terceiro setor exija taxas similares às do investidor com viés empresarial, o respondente comentou ser muito cedo para fazer uma análise sobre essa situação, pois considera que investir em negócios sociais ainda é algo muito novo.

No entanto, em sua visão, normalmente o investidor do terceiro setor alocará seus recursos no formato de empréstimo, exigindo taxas menores do que as de mercado. Esse investidor filantrópico não exigirá sequer a participação no capital social do negócio, pois a organização sem fins lucrativos não pode ser sócia ou acionista de um negócio social⁷⁶, de uma empresa, e ela não é um fundo de investimento, nem gostaria de ser. Por outro lado, investidores com viés empresarial normalmente investirão por meio da aquisição de participação societária ou através de um instrumento de dívida conversível em participação.

⁷⁶ Vale destacar que há um parecer jurídico em sentido contrário à opinião do entrevistado, descrito na nota de rodapé nº 12. Segundo esse parecer, é possível que institutos e fundações sejam sócios ou acionistas de negócios de impacto social, desde que observados certos cuidados.

No bloco de perguntas sobre avaliação de impacto e monitoramento, o entrevistado comentou que seu negócio recebeu investimento de um grupo de investidores-anjo em 2016. Na sequência este autor perguntou como foi o processo de avaliação pré-investimento com relação ao potencial de geração de valor social do seu negócio. O entrevistado respondeu que o processo de investimento foi longo. Em razão da proximidade do entrevistado com o grupo de investidores-anjo, não houve uma avaliação específica pré-investimento, mas sim uma análise contínua ao longo de um período de quase dois anos.

Como sua organização atua direto com o beneficiário final da solução, segundo ele, o impacto do seu negócio é muito claro. Somado a isso, o entrevistado comentou que desde o início de sua operação, em 2012, há um trabalho interno de coleta de diversos dados relacionados à sua organização e à solução que oferece, o que inclui dados sobre a satisfação dos beneficiários com a solução oferecida e sobre a satisfação dos profissionais que trabalham na entrega dessa solução. Esse conjunto de indicadores do seu negócio foi apresentado aos investidores antes da realização do investimento. Além disso, antes da realização dos aportes de capital foram estabelecidos com os investidores alguns comprometicimentos de impacto social e outros comprometicimentos de resultados financeiros.

O respondente também comentou que os três pilares de impacto descritos no início deste item 4.2.5 já estavam mapeados desde a origem da organização, o que confirma que a intencionalidade em gerar impacto social positivo por meio de seu negócio sempre esteve presente. Apesar de ainda não terem um acompanhamento do impacto na vida desse beneficiário após deixar de ser atendido por seu negócio (o entrevistado mencionou que isso ocorre apenas informalmente), há uma avaliação externa sendo conduzida por uma equipe de avaliação de impacto de uma universidade de São Paulo que buscará avaliar de forma mais robusta o impacto do seu negócio. Isso era algo que o próprio empreendedor reconheceu que estava sentindo falta.

Ao ser questionado sobre o processo de investimento, ele pontua seu interesse em trazer investidores específicos, que agregassem valor ao seu negócio. Além disso, o entrevistado comentou que um dos motivos para o processo ter sido tão longo foi uma mudança de estratégia realizada no caminho. Depois de alterada, a conclusão da captação de recursos foi rápida.

Outro motivo que o entrevistado destacou foi que há uma assimetria de informação entre a forma como o empreendedor constrói o seu negócio e o que o investidor espera desse negócio. De modo que, quando o empreendedor descobre o que o investidor quer, pode ser que seu negócio não esteja estruturado para receber investimento. O respondente mencionou que não tinha clareza quanto a isso e que acabou aprendendo na prática, ao longo do processo de captação de recursos.

O entrevistado destacou que o grupo de investidores não exigiu que fosse constituído um Conselho de Administração formal. Ele segue, então, com muita autonomia à frente do seu negócio. Apesar disso, reuniões periódicas para acompanhamento dos indicadores de impacto social e financeiros são feitas com a frequência mínima de uma vez no trimestre.

Com relação aos desafios do setor, o entrevistado ressaltou que há um “vale” enorme entre o nível em que se encontram os negócios sociais que estão surgindo no país, e o nível que os investidores estão exigindo que os negócios estejam para realizarem seus investimentos. Em sua análise, o dinheiro “chegou primeiro do que o nível dos negócios”. E isso faz com que seja muito difícil que os negócios sociais, no estágio em que estão, acessem capital, pois a oferta de capital anjo e capital semente é ainda muito pequena.

Ele ainda comentou que essa dificuldade é grande tanto para os negócios de impacto quanto para os negócios tradicionais, porém para os primeiros ela é ainda maior.

No entanto, apesar de ser mais difícil, pode haver uma oportunidade nesse contexto. O entrevistado ponderou que, se o negócio social está em um estágio apto a buscar recursos de fundos de investimento, a princípio ele conseguirá conversar tanto com fundos de investimento de impacto, quanto com fundos tradicionais, já que a expectativa de retorno financeiro desses dois tipos de fundo é muito parecida. Inclusive, baseando-se em colegas do ecossistema de negócios de impacto, o entrevistado comentou que a negociação para definição do valor da empresa⁷⁷ é muito similar e dura nos dois contextos.

⁷⁷ Esta avaliação é conhecida pelo termo *valuation*, no jargão da área de investimentos.

Para o entrevistado, porém, essa aproximação com fundos de investimento tradicionais só faz sentido se ele sentir que a proposta de investimento do fundo não fará com que seu negócio desvirtue do seu propósito de gerar impacto social positivo.

Algo que pode ser visto como oportunidade em certa medida é que, em sua opinião, há muito mais espaço na mídia para negócios sociais do que para negócios tradicionais. Essa é uma mídia espontânea e, portanto, de graça, o que é bom. O lado ruim é que muitas vezes essa mídia acaba construindo “fantasias empreendedoras mágicas de que os negócios estão muito melhor do que estão de fato, e isso em alguns aspectos atrapalha”. Isso pode atrapalhar, porque se gera uma falsa sensação para novos empreendedores ou para aqueles que pretendem empreender.

Outra oportunidade enxergada pelo entrevistado é que o ecossistema de suporte a negócios sociais oferece muito mais opções do que o de negócios tradicionais. Além disso, é um ecossistema mais unido, com pessoas mais abertas. Ele ainda reconhece que há uma espécie de “bolha” que é ótima para quem já está inserido (como é caso do entrevistado), pois facilita o acesso a todos os envolvidos.

O respondente também enxerga uma oportunidade com relação à construção de equipes, pois muitas pessoas aceitam ganhar menos para trabalhar em negócios de impacto. Ele relatou que vivenciou esse tipo de situação em seu próprio negócio. O contraponto disso é uma questão cultural: no Brasil as pessoas não veem tanto valor em receber uma participação no capital social do negócio⁷⁸ em que estão atuando, pois não há no histórico do país um número expressivo de vendas de participação societária em que o funcionário acabou recebendo um valor relevante depois de trabalhar por alguns anos na empresa. Para o entrevistado, isso pode dificultar a formação de uma equipe de ponta, mas essa é uma dificuldade que existe tanto em negócios tradicionais quanto em negócios sociais em estágio inicial.

Quando questionado sobre aprendizados, o entrevistado destacou que em algum momento, entre o primeiro e, no máximo, o segundo ano (isso dependerá muito do negócio em si), o empreendedor deverá tomar uma decisão muito importante, que é: “qual tamanho você quer ser? E em quanto tempo?”. O empreendedor precisa ter uma resposta, ainda que aproximada, para essas duas perguntas, pois se quiser ter um crescimento exponencial do seu negócio em

⁷⁸ Essa forma indireta de remuneração é conhecida como *stock option* e é utilizada tanto em *startups*, para seus funcionários-chave, quanto para altos executivos de empresas multinacionais.

um curto prazo, será necessário optar pela lógica de receber investimento de terceiros. Em suas palavras, “essa é a grande decisão”.

O respondente comentou que ao decidir desenvolver seu negócio sob a lógica de investimento, muitas coisas no negócio deverão ser alteradas. Para ele, esse foi o grande aprendizado, pois “não sabia quais eram as consequências de ser grande e rápido”, em razão da assimetria de informações descrita nos parágrafos anteriores. E para ser “grande e rápido”, o negócio provavelmente precisará se desenvolver dentro de uma lógica exigida por fundos de investimento.

Essa assimetria de informação fez com que ele inclusive “perdesse um pouco de tempo, um bom tempo”, na expressão utilizada pelo entrevistado, que permitiria que seu negócio estivesse melhor.

Segundo o entrevistado, quando ele tomou essa decisão, isso parecia muito simples. Seu negócio já era sustentável do ponto de vista financeiro e lucrativo, o que lhe permitia optar por simplesmente administrá-lo, dar palestras e escrever um livro, em sua reflexão. No entanto, não era esse o seu desejo. Seu desejo era crescer e conquistar o mercado. Foi nesse momento que resolveu se aproximar de fundos de investimento e viu que seu negócio não estava preparado. Em suas palavras, “se eu soubesse antes, eu não mudaria de opinião, mas mudaria coisas no meu *business* antes”.

O entrevistado entende que muito do seu despreparo se justificava pelo fato do próprio ecossistema de negócios (não apenas de negócios de impacto) estar em estágio inicial. Não havia tanta experiência com a dinâmica de investimentos. E, em sua visão, o nível de preparo do negócio de impacto tem que ser até melhor do que o de um negócio tradicional. Ele acrescenta que o negócio de impacto tem que seguir um formato de *startup*, com crescimento exponencial.

Sobre perspectivas do setor para os próximos dez anos, o entrevistado diz ser extremamente otimista com o desenvolvimento do setor. Daqui a dez anos ele espera que haja alguns ou pelo

menos um caso de um desinvestimento⁷⁹ bem-sucedido (*exit*, no jargão do setor de investimentos).

Em sua visão, o Brasil combina um cenário de problemas sociais enormes, com um mercado razoavelmente desenvolvido, algo que não existe na África, em parte da Ásia e nem em outros países da América Latina. Portanto, o país, especialmente a região Sudeste, tendo São Paulo como centro, tem tudo para ser o grande polo de negócios sociais. O que ainda falta solucionar é a questão do capital. Ao ser questionado se daqui a dez anos o ecossistema continuará concentrado em São Paulo, o respondente comentou que talvez ele deve se expandir. Ele acrescenta que o seu negócio, com certeza, estará presente em outras cidades e regiões do país.

Sobre o problema de capital, o entrevistado mencionou que a Força Tarefa de Finanças Sociais tem um papel relevante nessa frente. Ele comentou sobre o movimento que vem sendo proposto pela Força Tarefa que incentiva institutos e fundações a se comprometerem a alocar um percentual de seus recursos para negócios sociais. Em sua visão, isso aumentará muito a oferta de capital para o setor e ajudará também nesse processo de ampliação do ecossistema para outras regiões do país, pois o terceiro setor já possui essa ramificação.

Além disso, ele enxerga um movimento de muitos jovens querendo empreender na área de negócios sociais e também de pessoas já experientes querendo migrar para esse setor. O entrevistado destacou que as pesquisas relacionadas a negócios sociais dentro da academia também têm se desenvolvido de forma rápida.

4.2.6 Entrevistado 6

Para esse entrevistado, valor social é tudo aquilo que um investidor, uma empresa ou uma pessoa física faz para contribuir com a mudança na condição de vida das pessoas de baixa renda e trazer benefícios para elas, tanto em aspectos de infraestrutura quanto do meio ambiente em que estão inseridas.

⁷⁹ O desinvestimento ocorre quando o investidor retira seu dinheiro do negócio investido, seja por meio de amortização do prejuízo (*write-off*, no jargão em inglês utilizado pelo setor) ou por meio de uma venda bem-sucedida de sua participação a novos investidores ou recompra pelos próprios empreendedores (*exit*).

Ao ser questionado se esse valor social está relacionado à base da pirâmide ou não necessariamente, o entrevistado primeiro disse achar que sim, pois na base da pirâmide é que se potencializa e se gera valor social. Na sequência, ele acrescenta que é também possível gerar valor social na empresa por meio de “uma percepção de marca, enfim, uma marca que se preocupa com ações sociais, com responsabilidade social.” Ou seja, esse valor social pode ser gerado no topo da pirâmide, “mas sem dúvida nenhuma que o objetivo e a percepção maior (...) se dá na base pirâmide”.

O entrevistado também afirmou que os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, “sem dúvida nenhuma”. O respondente destacou que, ao se ter uma solução já testada, o dinheiro do investidor faz com que a empresa consiga escalar o alcance dessa solução, de modo a trazer mais valor social para a população de baixa renda.

Ao ser questionado de que outras formas o investidor de impacto ajudou sua organização a potencializar a geração de valor social para o beneficiário final, o respondente destacou, além dessa questão financeira, que os investidores trouxeram mais profissionalismo ao implantar uma cultura empresarial que normalmente falta nos empreendedores com um olhar voltado para o impacto social. Eles também “trouxeram essa visão de que a empresa (...) precisa gerar lucro para continuar ampliando os seus benefícios para a geração de valor social”.

Sobre a taxa de retorno sobre o investimento de impacto, o entrevistado disse que deveria seguir a taxa média de mercado. É possível garantir uma taxa de retorno sobre o investimento com base na média do mercado sem comprometer o beneficiário final, tampouco o investidor. Um dos motivos alegados pelo respondente para aplicação de uma taxa de retorno na média do mercado é que o investidor tem maior capacidade de continuar investindo em negócios de impacto e, conseqüentemente, continuar ampliando a capacidade de alavancar esse tipo de negócio “que ainda é novo no Brasil e está numa fase de autoconhecimento”, em suas palavras.

Quando perguntado se, durante esse período de “autoconhecimento”, até que os negócios já estejam mais estruturados, faria sentido trabalhar com taxas abaixo do mercado, o respondente disse que isso dependerá muito do investidor que está alocando recursos. No entanto, de uma forma geral as pessoas sempre buscam segurança e estabilidade em seus investimentos e,

quando alguém decide realizar um investimento de impacto, não é para investir apenas uma vez, mas sempre.

Na opinião do entrevistado, ao se trabalhar com uma taxa subsidiada não é possível saber se aquele investimento poderia gerar um rendimento melhor. Por sua vez, caso se consiga obter um rendimento melhor, com base em uma taxa média de mercado, por exemplo, o investidor terá o controle do que fazer com seus dividendos e poderá aceitar taxas menores em uma próxima oportunidade, uma vez que já conhece a performance daquele negócio.

O respondente destacou que o fato de se trabalhar com taxas médias de mercado não significa que o investidor deverá reverter todos os lucros em benefício próprio. O investidor poderia reinvestir o dinheiro no mesmo segmento do negócio investido ou em outros segmentos que são “extremamente críticos” (como educação e saúde), ou até investir parte do excedente diretamente para a comunidade de baixa renda, beneficiária da solução oferecida pelo negócio investido. Porém, para o entrevistado, realizar o primeiro investimento em um negócio social a taxas abaixo de mercado não permitirá ao investidor conhecer se aquele negócio aceitaria uma taxa melhor.

Em relação à avaliação de impacto e monitoramento, o entrevistado comentou que antes da realização do investimento, sua empresa apresentou um plano de negócios aos investidores que contemplava alguns indicadores de impacto social. Inclusive, a mensuração desses indicadores já existia antes da entrada dos investidores na organização, pois eram importantes para demonstrar o resultado das atividades desenvolvidas pelo negócio aos *stakeholders*.

Ao ser questionado como era feito o acompanhamento desses dados pelos investidores, o respondente comentou que, em razão de sua organização trabalhar com projetos de longo prazo, esses indicadores de impacto social são coletados e apresentados aos investidores de uma a duas vezes por ano.

O entrevistado destacou que um grande desafio do setor é aproximar o capital privado do capital público “para poder fazer a coisa acontecer”. Poderiam ser realizadas parcerias público-privadas nas quais o governo apontaria as necessidades, e os empresários realizariam o investimento necessário. Em caso de sucesso daquela intervenção, haveria uma divisão dos

resultados financeiros entre investidores e governo. Para o respondente, não há que se esperar apenas pela verba pública para se realizar algum tipo de mudança.

Outro desafio apontado pelo entrevistado é que os negócios de impacto, que atualmente estão em estágio inicial, desenvolvam-se nos próximos cinco anos. É preciso provar nesse período a capacidade de gerar retorno financeiro e valor social, e com isso ampliar a participação desses negócios para outras áreas que não sejam apenas educação, moradia e saúde. O entrevistado cita uma área que em sua opinião é bastante crítica, a da segurança, que poderia ser abordada através de projetos envolvendo presídios, por exemplo.

Ao responder à pergunta sobre oportunidades e desafios do setor, o entrevistado iniciou sua fala mencionando que o setor de negócios de impacto já movimentou em torno de treze bilhões de reais no país, e espera movimentar aproximadamente cinquenta bilhões de reais até 2020⁸⁰. Em suas palavras, “esse jeito novo de fazer negócio, ele veio para ficar”. A partir da fala do entrevistado é possível inferir que uma oportunidade do setor é justamente a quantidade de recursos que o setor espera movimentar.

Nesse sentido, o respondente destacou que houve uma grande mudança de mentalidade a partir do momento em que os empresários entenderam que não dá para esperar que apenas o governo assuma esse papel assistencialista, e que os empresários também têm responsabilidade sobre isso.

O principal aprendizado citado pelo entrevistado foi que na classe de pessoas de baixa renda “você tem muita gente séria, tem muita gente honesta, tem muita gente trabalhadora, que está disposta a honrar seus compromissos e dificilmente te impõem qualquer tipo de problema”, o que para ele determina um mercado que é confiável. Consequentemente, há uma taxa de inadimplência baixíssima, e isso tem sido um grande aprendizado para o entrevistado e sua organização.

Na opinião do entrevistado, daqui a dez anos haverá mais empresários, mais famílias, mais investidores e mais pessoas físicas direcionando seus investimentos para gerar retorno financeiro acompanhado de impacto socioambiental. Todos estarão se sentindo cada vez mais

⁸⁰ Esses são os números do mapeamento feito pela Força Tarefa de Finanças Sociais para identificar recursos potenciais para finanças sociais no Brasil (FTFS, 2015a, p. 82).

obrigados a participar ou constrangidos por não estarem participando desse momento importante. Em suas palavras, “eu acho que o Brasil está vivendo um pouco o que viveu alguns anos atrás quando o Instituto Ethos se estabeleceu e começou a dar os primeiros passos sobre a responsabilidade social”.

Em sua visão, se a expectativa até 2020 é a de que esse setor movimente cinquenta bilhões de reais (FTFS, 2015a, p. 82), sua previsão para 2027 é que essa movimentação supere os duzentos bilhões de reais, porque as classes D e E são classes significativas e precisam muito desse tipo de investimento, da participação dos empresários. Cada vez mais pessoas e empresas começam a perceber que parte dos seus lucros deverão ser destinados a negócios de impacto.

O entrevistado entende que dez anos será pouco tempo para superar todos os desafios sociais do Brasil, pois há áreas extremamente carentes como educação, saúde e habitação. Em suas palavras, “ainda nós vamos estar engatinhando, ainda nós vamos estar descobrindo qual é o melhor jeito de fazer negócio, qual é a área melhor para se priorizar, enfim, vamos estar ainda conhecendo esse mercado, a gente ainda não conhece (...)”.

Ao ser questionado se os grandes bancos estarão participando de alguma forma dessa agenda de negócios sociais e investimento de impacto daqui a dez anos, o entrevistado disse não estar confiante que os bancos se sensibilizarão com essa agenda. E o que os negócios sociais mais precisam, em sua opinião, são de linhas de crédito, mas com taxas de juros muito menores que as praticadas atualmente.

O respondente destacou que mesmo os bancos que têm sua atuação focada na população de baixa renda, que trabalham com recursos subsidiados, aplicam taxas de juros muito altas. Em sua visão, é necessário dividir um pouco mais essa riqueza, de modo a permitir que as pessoas de baixa renda tenham acesso a linhas de crédito. E assim será possível diminuir a distância que existe entre as diversas classes sociais. Nas palavras do entrevistado:

Eu não sei se eles [bancos] terão essa sensibilidade deles [*sic*] se preocuparem ou sentirem a responsabilidade. Talvez, na medida em que eles vejam que os seus principais clientes, investidores, enfim, eles estão envolvidos, talvez eles queiram... Eu espero também, espero que eles se sensibilizem com isso e se sintam responsáveis em retornar para essas comunidades, enfim, ou para a própria população em geral algum tipo de retorno. Acho difícil (...).

Ao concluir sua fala, o entrevistado ressaltou que daqui a dez anos ele e sua organização estarão tão empolgados quanto hoje, com a certeza de estarem no caminho certo para tornar a vida das pessoas de baixa renda melhor. Ao olhar para esse futuro projetado, o entrevistado afirma que, certamente, sua organização não terá atingido nem dez por cento da demanda brasileira que existe para a solução oferecida pelo seu negócio.

4.2.7 Entrevistado 7

Ao ser questionado sobre seu entendimento de valor social, o entrevistado respondeu que iria trazer sua visão sobre o que é valor social no contexto de sua organização. Para ele, valor social está relacionado ao exercício de uma pessoa ou organização fazer algo para ajudar o próximo, de modo a gerar uma inclusão de pessoas que, sem a solução oferecida pelo seu negócio, por exemplo, não teriam acesso àquele serviço com a mesma qualidade.

Com relação à pergunta se, em sua opinião, os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado respondeu que o tema de impacto social ainda é algo muito novo no mercado brasileiro e que tantos os fundos quanto as empresas estão aprendendo a lidar com isso.

Ao ser questionado sobre a principal mudança em sua organização depois do recebimento de aporte de investidores externos, o respondente comentou que os investidores trouxeram muitas informações novas e que, nas reuniões com o Conselho de Administração, surgem muitas oportunidades e conhecimento para que sua organização siga gerando impacto social. Em suas palavras, os investidores “ajudam muito” nesse sentido.

Em relação à taxa de retorno, o entrevistado afirma que o investidor de impacto deve trabalhar com a mesma taxa de retorno do investidor tradicional. Em sua opinião, se a pessoa está interessada apenas no impacto social, ela poderia ajudar uma instituição. De outro lado, se essa pessoa investe seus recursos em um fundo de investimento de impacto, por exemplo, sua expectativa é que seja remunerada como em qualquer outro investimento – o diferencial desses fundos é que o foco será sempre em empresas que geram impacto social positivo.

Na sequência, este autor questionou o entrevistado se, dado o momento atual do ecossistema de finanças sociais, que está no início de seu desenvolvimento, faria sentido o investidor trabalhar

com taxas abaixo do mercado até que esse ecossistema e os negócios atingissem maior maturidade. O entrevistado iniciou sua resposta dizendo que o momento atual do país foi “extremamente benéfico” para sua organização, o que tem garantido uma taxa de crescimento expressiva. Sua preocupação com esse cenário de taxas abaixo de mercado é que, tudo o que se faz que não é atrelado a taxas de mercado, em razão de subsídio, acaba gerando complicações no futuro. Em suas palavras, “se você vai subsidiar alguma coisa, você deixa de ter uma análise mais criteriosa”.

Ao se colocar na posição de investidor de um fundo de investimento de impacto, o entrevistado comentou que, em seu entendimento, não é correto que o fundo ofereça taxas abaixo de mercado para seu investidor, pois o fundo deve buscar bons investimentos para alocar seus recursos - sabendo que a cada dez negócios investidos, talvez apenas três deles darão certo, sejam negócios de impacto ou não.

Ao ser questionado se antes de receber investimento de terceiros, houve algum tipo de avaliação para verificar o potencial de geração de valor social de sua organização, o entrevistado respondeu que sim. Antes da assinatura dos documentos de investimento, além da avaliação econômica foi realizado um trabalho em conjunto com os investidores. Em um trabalho que durou um dia inteiro, foi estruturada uma teoria de mudança para sua organização. Na explicação do respondente, esse trabalho foi realizado para garantir que a ideia de impacto social que havia sido pensada pelos empreendedores estava alinhada às métricas de impacto social esperadas pelos investidores. Antes desse trabalho com os investidores e do recebimento do investimento, sua organização coletava apenas alguns indicadores mais básicos de negócio.

Uma vez realizado o aporte de capital, sua organização passou a coletar indicadores relacionados à operação da organização de forma mensal, os quais são apresentados ao Conselho de Administração. Há uma pessoa específica da sua organização que realiza um trabalho conjunto com os investidores para transmitir esses indicadores. O entrevistado ponderou que, em razão da sua solução gerar um impacto muito direto ao beneficiário final, os indicadores de negócio acabam sinalizando, também, o impacto social do seu negócio.

Além disso, uma auditoria anual é realizada por uma entidade independente, que é dedicada a realizar uma avaliação de impacto social nos termos exigidos pelo GIIRS. A obrigatoriedade dessa auditoria anual consta, inclusive, no contrato de investimento celebrado com os

investidores. O respondente comentou que também existe outra auditoria anual de natureza contábil-financeira.

De acordo com o entrevistado, o principal desafio do setor é conseguir uma aprovação do modelo de negócios sociais e investimento de impacto. Isso porque ainda há muitas pessoas que desconfiam quando há uma organização querendo ajudar os outros. Nas palavras do entrevistado, “tanto que quando a gente fala em impacto social ninguém dá muita bola”.

Em sua percepção, ao conversar com pessoas ou empresas do mercado, de forma geral, que não participam ou não acompanham o ecossistema de finanças sociais, há uma desconfiança de que, no fundo, sua organização não está interessada no impacto social. O entrevistado entende que isso precisa mudar, e tende a mudar com a participação crescente de novos agentes no ecossistema. Ele conclui: “é um futuro que tem tudo para dar certo, porque não tem como não ser assim”.

Do lado das oportunidades, o entrevistado destacou que, em razão do momento econômico que o país vive, é muito difícil encontrar outro país no mundo com tantas oportunidades para se investir em negócios que gerem impacto. O entrevistado disse achar possível desenvolver algo que gere impacto social em praticamente todos os setores, pois no país a base da pirâmide é muito grande. Para ele, há uma oportunidade tanto para investidores, quanto para empreendedores, pois essas pessoas da base da pirâmide “estão loucas”, nas palavras do entrevistado, para ter acesso a determinados serviços que hoje não têm acesso.

Ao falar sobre o principal aprendizado, o entrevistado destacou que no início da operação de sua organização ele sempre acreditou que o fato de ser uma empresa com propósito claro de gerar impacto social positivo abriria “imensas portas”, mas não foi o que aconteceu. O respondente comentou que até hoje ele só consegue levar esse discurso de impacto social para vender sua solução quando negocia com outras empresas que possuem o impacto social como parte de sua cultura empresarial. Para “empresas tradicionais”, que olham apenas para o retorno financeiro, a única coisa que importa é o preço. Ou seja, o que ele imaginou que fosse um diferencial para o mercado de forma geral é visto como um diferencial apenas para as organizações inseridas no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto ou para as organizações que possuam o aspecto social como elemento de sua cultura.

Com relação a perspectivas para os próximos dez anos, o entrevistado diz esperar que esse ecossistema esteja ampliado, mas que fazer um horizonte de dez anos no Brasil é algo difícil. Apesar disso, ele constatou que, desde que a sua organização recebeu investimento, em 2015, o setor de negócios sociais e investimento de impacto cresceu muito. E isso é perceptível pelas matérias que começaram a aparecer na mídia.

Ao ser questionado se os grandes bancos de varejo estarão participando dessa agenda de investimento de impacto, oferecendo oportunidades de investimento a seus clientes, o entrevistado respondeu que o banco só vai olhar para isso se aparecer alguma organização muito boa que comece a incomodá-lo. Caso isso ocorra, o banco provavelmente irá comprar essa nova empresa. O respondente comentou que os grandes bancos poderão até fazer alguma ação pontual, mas que esse tipo de investimento não fará parte da sua linha de produtos principais, produtos que geram receita para a instituição financeira.

Ao comparar o contexto atual com o de 2015, o entrevistado destacou que hoje há mais pessoas interessadas em ouvir sobre a proposta de impacto social da sua organização. Em sua opinião, o que falta para essa temática avançar é um grande formador de opinião parar para escutá-la. Para o entrevistado, se um grande banco ou grande organização “abraçar a causa”, essa agenda de impacto vai avançar. Essa agenda de negócios de impacto “precisa ir mais para a rua, precisa começar a demonstrar mais que existe mesmo essa questão, e que dá para gerar resultado com impacto [social]”.

Em sua visão, daqui a dez anos todas as empresas parceiras que comprem seu produto estarão interessadas em ouvir os indicadores de impacto social de sua organização. Isso porque ele planeja que a sua organização estará tão grande, e gerando tanto impacto, que o mercado começará a olhar para ela. E nesse momento, nas palavras do entrevistado, “a hora que ele [mercado] olha para você [sua organização], ele vai escutar o discurso que você quer falar”.

4.2.8 Entrevistado 8

O entrevistado entende valor social como uma “melhoria de bem-estar” das pessoas pertencentes às comunidades com as quais sua organização se relaciona. Essa melhoria do bem-estar é resultante da autonomia conquistada por essas pessoas através de um trabalho realizado por sua organização, que tem por objetivo empoderar e fortalecer essas comunidades.

Ao responder se a geração de valor social do negócio social é potencializada pelos investidores de impacto, o entrevistado comentou que, no caso específico da sua organização, o papel dos investidores que estiveram presentes desde o início do negócio foi essencial para ajudar na formatação da organização como uma empresa, no seu posicionamento perante o mercado. Segundo o entrevistado, sua empresa teria um formato bem diferente e menor abrangência se não fosse o apoio financeiro e estratégico dos investidores. Além disso, os investidores contribuíram com a parte de articulação política e regulatória relacionada à área de atuação do negócio.

Ao ser questionado sobre as principais contribuições dos investidores, o entrevistado destacou a importância do aporte financeiro em si, que foi necessário para garantir uma sustentação financeira da operação e permitir que sua organização tivesse um papel de liderança no mercado em que está envolvida. O fato de alguns investidores fazerem parte do Conselho de Administração foi também destacado pelo entrevistado, pois eles trazem uma experiência que contribui especialmente na parte de estratégia e direcionamento do negócio, além de auxiliar nos relacionamentos com atores relevantes do mercado. Em relação à parte de relacionamento, o entrevistado comentou que houve um movimento interessante por parte dos investidores que aguardaram o próprio negócio amadurecer para, então, acionar sua rede de relacionamentos que poderiam contribuir de alguma forma com a organização.

Quando questionado se acompanhava outros investimentos de impacto, o entrevistado disse que apenas de forma mais distante. Apesar disso ele afirmou que este tipo de investidor não pode buscar apenas o resultado financeiro e deve ter paciência em relação a esse resultado. Caso contrário, isso pode inviabilizar o negócio logo no início ou ainda antes de ele se desenvolver.

Segundo o entrevistado, a beleza dos negócios de impacto está “em aplicar a meritocracia, transparência, uma gestão baseada em performance em pano de fundo que era muito trabalho das ONGs”. Apesar de atuar em um campo com muita participação de organizações do terceiro setor, seu negócio se destaca por ter uma gestão muito parecida com a de empresas, inclusive pela necessidade de buscar retornos financeiros e de serem avaliados por esse quesito.

Ao concluir seu comentário, o entrevistado ponderou que se o investidor de impacto não reconhecer que o valor do negócio é gerado nos três aspectos – social, ambiental e financeiro –, ele não terá muito a agregar ao negócio. Por outro lado, se ele enxerga o valor

dessa forma, ele consegue estimular isso e tem paciência em relação ao retorno financeiro, agregando valor.

Sobre a taxa de retorno do investimento, o entrevistado diz que o negócio social, no início, precisa de um capital mais paciente, e por isso pode oferecer taxas de retorno abaixo do mercado. Com o tempo, uma vez que esteja estruturado, deveriam ser praticadas taxas médias de mercado. Para o entrevistado, a taxa a ser aplicada não necessariamente está relacionada ao fato de o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto ser ainda algo recente, mas sim ao momento de desenvolvimento em que o negócio se encontra, e ao setor de atuação desse negócio. O entrevistado citou o exemplo de investimentos em energia renovável que, provavelmente, darão retornos maiores que investimentos em empresas de minério de carvão.

Ao responder esta pergunta, o entrevistado comentou que, em sua visão, “todos os negócios deveriam convergir para negócios socioambientais, de uma forma que a taxa de retorno ficasse na média de mercado, porque todo mundo deveria internalizar essas externalidades”.

Em relação às perguntas sobre avaliação de impacto e monitoramento, o entrevistado comentou que antes dos investimentos serem realizados em sua organização, não houve uma avaliação mais apurada do potencial de impacto por parte dos investidores. Eles decidiram investir motivados principalmente por uma identificação com a causa.

Uma vez que o investimento foi realizado, os investidores passaram a acompanhar alguns indicadores sociais e ambientais relacionados ao local de atuação de sua organização e às comunidades do entorno. Esses indicadores, em conjunto com indicadores financeiros, são refletidos em relatórios mensais e discutidos também em reuniões mensais com o Conselho de Administração da organização. Atualmente os indicadores de impacto social e ambiental são coletados internamente pela organização, não há uma consultoria externa contratada para essa finalidade. Segundo o entrevistado, novos indicadores socioambientais passarão a ser coletados, pois alguns projetos ainda estão em um momento mais inicial de implementação.

O entrevistado destacou que um desafio é a atitude do próprio brasileiro, que tem uma visão de que as coisas não são possíveis, que espera algo do governo, que tem “uma atitude mais de vítima do que em relação, por exemplo, aos americanos, que vão atrás, tem uma cultura mais

de *self-made man*⁸¹, mais de construção”. Em sua visão, o desafio é mais decorrente desse aspecto cultural do que de recursos.

Sua organização inclusive sofre esse desafio na atuação junto a comunidades. Muitas vezes precisam trabalhar de forma muito próxima com as pessoas da comunidade, senão o projeto não se desenvolve. Nas palavras do entrevistado, isso passa por uma questão relacionada ao “empoderamento do brasileiro, uma mudança cultural para a gente poder encarar todos esses problemas que a gente vê na sociedade como uma oportunidade para a gente se desenvolver”.

Ao ser questionado sobre oportunidades do setor, o entrevistado comentou que “a cada esquina” há uma oportunidade no Brasil, alguma coisa a ser feita. Reclama-se muito da situação política e econômica do país, mas, para ele, “isso é tudo trabalho por ser feito”.

O entrevistado comentou que seu principal aprendizado é que é preciso ter perseverança e acreditar nesse modelo novo que é o negócio social. Um modelo que, segundo sua descrição, “nasceu dentro de um ambiente de empresa, supercompetitivo, de gestão”. Sua ideia é aplicá-lo “com algumas alterações, talvez de uma maneira um pouco mais paciente”, em setores onde normalmente as organizações sem fins lucrativos estão atuando.

Ao ser questionado se ainda sentia uma dificuldade de as pessoas entenderem que esse modelo é possível, o respondente comentou que, talvez em razão da inovação da estrutura de capital, algumas pessoas se sintam inibidas em avançar com o modelo de negócio social. Isso porque não há muitos negócios sociais no mercado.

Quando questionado se sentia algum tipo de estranhamento ao apresentar sua organização para clientes ou na forma como outros competidores enxergam o modelo de sua organização, o respondente comentou que é visto como “o diferente” pelos dois lados. Em suas palavras, “eu chego nas empresas eu sou a ONG, eu chego no ambiente das ONGs eu sou capitalista que está querendo tirar vantagens deles”. É por essa razão que o entrevistado brinca que, além das causas socioambientais que defende, sua organização precisa também ter essa “bandeira” de fomentar e acreditar no modelo de negócio social.

⁸¹ A expressão *self-made man* pode ser traduzida de forma livre como a pessoa que subiu na vida com o próprio esforço, que fez o próprio caminho.

Em sua opinião, daqui a dez anos o ecossistema estará muito mais desenvolvido, com casos de sucesso representados por negócios que conseguiram entregar valor social, ambiental e com retorno financeiro para seus investidores. Sua expectativa é que fundos que investem em negócios de impacto entrem nos portfólios de investimento de bancos e de gestoras de recursos também, para que não haja apenas fundos de investimentos independentes.

Ao ser questionado se os grandes bancos de varejo já terão se envolvido com essa temática de impacto nos próximos dez anos, apesar de se dizer otimista, sua opinião é que esse talvez seja um período curto. Ele acredita que daqui a vinte anos o ecossistema de investimento de impacto esteja mais desenvolvido e os bancos tenham se aproximado mais.

Quando questionado sobre a evolução desse ecossistema nos últimos cinco anos, o entrevistado comentou que houve um avanço, mas não com uma velocidade muito grande. Em sua opinião, esse campo está gerando impacto também fora do ecossistema. Está havendo uma transição para uma gestão de maior performance em organizações que atuam com atividades que geram impacto social e ambiental, como institutos e fundações.

Na conclusão da entrevista foi perguntado se sua organização teria influenciado outros atores do setor em relação à estrutura do modelo de negócio social em si, que visa gerar impacto socioambiental acompanhado de lucro. O entrevistado respondeu que não sabe dizer se alguma nova empresa foi criada em razão do seu negócio, mas que sente que há uma inspiração na mudança da forma de atuação de outras organizações já existentes no ecossistema relacionado à área de atuação de sua organização.

4.2.9 Entrevistado 9

O entrevistado entende que valor social está relacionado à geração de complemento de renda a pessoas de comunidades de baixa renda, ao empoderamento do indivíduo por meio da remuneração decorrente da realização de um trabalho. O conceito também está relacionado à valorização do espaço físico das comunidades, “integrando o espaço da riqueza, o espaço do asfalto, da bolha, com aquela região que está em uma região de gueto”, nas palavras do entrevistado.

Ao ser questionado se a geração de valor social do negócio social é potencializada pelos investidores de impacto, o entrevistado comentou que não tem uma opinião sobre esse assunto, pois teve apenas um contato inicial com investidores quando buscou investimento para seu negócio. No entanto, comentou que em duas reuniões com investidores – um de impacto e outro que também olhava para impacto, embora não de maneira exclusiva – teve a sensação de que as perguntas que lhe fizeram pareciam perguntas de um questionário de banco, para uma micro ou pequena empresa tomar um empréstimo. Nas palavras do entrevistado, “eu sei porque eu já passei por esse momento da minha empresa de pedir um empréstimo, e é muito semelhante”. Além disso, o entrevistado comentou que não sentiu diferença na abordagem entre os dois investidores. Para ele, o foco da conversa foi “negócio escalável” e explorar suas experiências profissionais através de iniciativas que “deram certo”.

O entrevistado relatou que sua sensação dessas conversas foi a de que não havia um ambiente favorável a *startups*. O entrevistado comentou que as perguntas que lhe fizeram eram muito técnicas e “dentro da caixinha” e que, em sua opinião, isso é extremamente desestimulador, pois é o oposto do empreendedorismo, que é a criação de novas ideias.

Na visão do respondente, se o investidor possui capital para investir, ele deveria arriscar mais. Os dois investidores com quem teve contato só queriam investir em algo que o sucesso fosse certo. Deve-se considerar que mesmo quando a empresa não tem êxito do ponto de vista financeiro, haverá um ganho de experiência, um aprendizado de todo esse processo. Nesse sentido, o entrevistado comentou que poderiam ser realizados investimentos menores, com valores variando entre cinco e vinte mil reais em um projeto que teria impacto em uma comunidade específica, por exemplo. Isso porque, mesmo que esse projeto específico não seja escalável, a partir dessa experiência pode ser que surja um negócio escalável.

Apesar de afirmar que havia um interesse legítimo nos dois investidores com a geração de impacto social positivo, o entrevistado entende que a “escola de negócios” viável no mundo é a que fomenta pequenos negócios, negócios que geram impacto para um grupo de pessoas da comunidade em que está inserida. Em sua opinião, da mesma forma que você pode ter empresas globais, que geram impacto no mundo todo, há espaço para pequenos negócios que vão também gerar impacto nas pessoas da comunidade onde eles se localizam.

Sua crítica é que em um “país onde você não tem uma cultura empreendedora dentro dos colégios, dentro das faculdades, você pedir para um cidadão ter uma ideia de negócio que seja escalável é praticamente impossível”. O entrevistado deu um exemplo de evento de *startups* que participou e havia uma jovem empreendedora com uma ideia para fomentar a atividade de artistas de rua. O valor que estava pedindo era de apenas quatro mil e quinhentos reais, mas não era escalável, era para atender apenas uma cidade específica.

Nesse momento, o respondente mencionou exemplo de universidades que visitou na Califórnia e em Oxford. Ele contou que lá o grau de comprometimento é tão alto, que os empreendedores têm que elaborar um relatório contando o que não deu certo no negócio, para que essa experiência sirva de aprendizado para outras *startups*.

Para o entrevistado, a taxa de retorno deveria seguir a taxa de mercado, a mesma aplicável para investimentos tradicionais. Caso contrário, o investimento em negócios de impacto não seria competitivo e, conseqüentemente, não seria atrativo para os investidores.

Ao ser questionado se, nesse momento inicial de desenvolvimento do ecossistema de negócios sociais no Brasil, as taxas de retorno deveriam ser abaixo de mercado, o entrevistado comentou que, em sua opinião, se for assim, os investidores ou não vão aceitar, ou realizarão investimentos menores do que fariam se a taxa de retorno fosse a mesma do mercado. Para o entrevistado, as taxas deveriam ser as mesmas, mas os negócios podem ser menores, pelas razões descritas nos parágrafos anteriores. O respondente acrescentou que, caso as taxas sejam menores que as de mercado, há o risco de se adotar uma dinâmica mais próxima do terceiro setor, de caráter mais assistencialista. E mais, se não forem taxas de mercado, o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto seguirá como algo incipiente.

Em conclusão aos comentários sobre esta pergunta, o entrevistado disse que seria “mercado brigando no mercado”, mas os negócios sociais entregariam também o impacto social. Inclusive, o entrevistado enxerga uma oportunidade de mostrar aos investidores que esse impacto social pode gerar uma espécie de lealdade à marca, ou nome do investidor, bem como gerar uma conexão afetiva com seus *stakeholders* (respectivamente, *brand loyalty* e *share of heart*, nos jargões de marketing em inglês, utilizados pelo entrevistado) de modo a possibilitar que esse investidor diminua seus investimentos em outras ações sociais ou culturais que esteja fazendo.

Como o entrevistado não recebeu investimento de impacto, mas passou por um processo inicial de captação, esse processo foi abordado na entrevista. Apesar de ter buscado investimento de terceiros no início de sua operação, o entrevistado acabou tendo que desenvolver sua operação com capital próprio. Ele relatou que acabou tendo apenas uma primeira reunião com dois investidores diferentes e não avançou no processo de investimento.

O entrevistado relatou que o início de sua operação se deu por uma oportunidade concreta de incluir a base da pirâmide em seu negócio já existente. No entanto, o cliente que o contratou não sabia que o entrevistado estava dando início a um novo modelo de negócio, um negócio social. Para o cliente, tratava-se da compra de um produto como qualquer outro, mas com uma mudança de estratégia para atingir a base da pirâmide. O retorno do capital investido veio após dois anos e meio de operação.

Na época, ao ser questionado pelos dois potenciais investidores sobre a avaliação de impacto social que era realizada por sua organização, o entrevistado respondeu que a única informação que ele tinha era o valor que ele pagava às pessoas da comunidade que estavam inseridas no modelo de negócio. Ele também mencionou aos investidores que precisava de ajuda para realizar uma avaliação de impacto, porque não estava preparado para fazê-lo.

Sobre esse assunto, o respondente comentou que até hoje não está preparado e não sabe, ao certo, como realizar essa mensuração de impacto social. Em um cenário em que há empreendedores com negócios incipientes e investidores muito maduros em busca de empresas mais maduras, fica difícil para esses dois entrarem em acordo para investimento. Os investidores, segundo ele, deveriam “pegar mais na mão” desses empreendedores com negócios em estágio inicial.

Ao ser questionado se possui planos para realizar uma avaliação de impacto social mais robusta, o respondente comentou que conversou recentemente com uma organização do terceiro setor que possui indicadores próprios, os quais poderiam ser utilizados para mensurar o impacto do seu negócio. O entrevistado relatou que o gestor dessa organização comentou ser fácil coletar esses indicadores de impacto social.

O entrevistado também disse não ter mão-de-obra na sua organização para se dedicar a isso. Nesse momento, ele e sua equipe estão se dedicando para construir uma argumentação

mercadológica para seu produto, e isso representa um alto volume de trabalho. Só depois que essa parte for estruturada é que eles irão se dedicar mais à parte social, de mensuração de impacto. Em suas palavras, “indicador depois eu pego e faço, porque isso não vai, infelizmente isso hoje para o mercado não vai me fazer vender mais ou menos.”

Em sua percepção, atualmente, trinta por cento da decisão de compra por parte de seus clientes está relacionada ao impacto social do seu negócio, “mas não é uma coisa primordial”. O entrevistado comentou ter conhecimento, por meio de conversas com pessoas das comunidades onde atua, que a complementação de renda gerada por seu negócio está sendo utilizada principalmente para fins educacionais, como faculdade ou cursos de inglês. Porém, nas comunidades mais pobres esse dinheiro está sendo utilizado em gastos com alimentação, segundo relatos.

Para o entrevistado, o desafio é o próprio cenário político-econômico do país. O respondente destacou a corrupção no meio político e o fato de o país nunca ter cenários econômicos estabilizados por mais de dez anos, o que torna muito difícil a atividade do investidor.

Ao falar sobre oportunidades, o entrevistado destacou que há uma pobreza endêmica muito grande no país. Existe, portanto, uma oportunidade para negócios pequenos atenderem as respectivas comunidades onde estão inseridos. O exemplo citado foi o do negócio Grupo Carteiro Amigo, que nasceu na favela da Rocinha com o objetivo de devolver aos moradores dessa comunidade o direito de receber suas correspondências⁸².

Em sua opinião, como há uma base da pirâmide muito grande, há uma infinidade de oportunidades em setores como saúde, educação, infraestrutura, reciclagem de lixo, pesca saudável, para citar alguns. O respondente disse acreditar muito no *crowdfunding* para fomentar empresas pequenas ou iniciativas locais (como adotar praças ou criar hortas comunitárias).

Para o entrevistado, o principal aprendizado é que “o trabalho em rede é fundamental”. O que o impulsionou a estar atuando em todo o Brasil, inclusive em estados mais distantes como Acre, Roraima e Rondônia, não foi o investimento de impacto, mas sim a rede que ele foi formando, com base em muito respeito, valorização do trabalho alheio e transparência com as pessoas.

⁸² Site do Grupo Carteiro Amigo: <www.carteiroamigo.com.br>

Um exemplo dessa valorização do trabalho da rede é realizar os pagamentos em dia e, em caso de atraso do pagamento do cliente, avisar o motivo do atraso com uma nova data prevista de pagamento.

O entrevistado tem uma visão otimista sobre o setor daqui a dez anos. Em sua visão, é necessário sair um pouco do modelo de organizações sem fins lucrativos para o modelo de negócio social com distribuição de lucros - ainda que lucros inferiores aos dos negócios tradicionais - em razão do impacto social. Para isso acontecer, o governo deve fomentar essa agenda de negócios sociais por meio de uma tributação diferenciada, por exemplo. Se houver esse tipo de incentivo, na opinião do respondente, teremos um mercado promissor.

Ao ser questionado se os grandes bancos estarão participando dessa agenda daqui a dez anos, o entrevistado disse achar que não, a menos que haja um incentivo governamental, conforme descrito no parágrafo anterior.

4.2.10 Entrevistado 10

Para esse entrevistado, o valor social está relacionado ao conceito de interdependência, que entende o ser humano como um ser sociável, dependente de outro, que não existe isoladamente. Não apenas os seres humanos estão conectados entre si, mas também com a natureza. Para o respondente, o conceito de valor social está muito relacionado aos quatro princípios da Carta da Terra⁸³: respeitar e cuidar da comunidade de vida; integridade ecológica; justiça social e econômica; e democracia, não violência e paz.

Na opinião do entrevistado, o mercado associa muito o valor social à diminuição de desigualdade. Embora, de fato, a desigualdade seja um problema enorme no Brasil, o respondente destacou que o valor social é mais que isso, que também está relacionado à diminuição do sofrimento das pessoas.

Ao ser questionado se a geração de valor social é potencializada pelos investidores de impacto, o entrevistado disse que não saberia responder por não estar acompanhando de forma mais próxima a atuação de investidores de impacto, mas imaginava que sim.

⁸³ Disponível em: <http://www.mma.gov.br/estruturas/agenda21/_arquivos/carta_terra.pdf>. Acesso em: 02 jul. 2017.

Considerando que a organização do entrevistado está se preparando para captar investimento, lhe foi questionado de que maneira investidores de impacto poderiam agregar valor ao seu negócio. Ele primeiro citou o recurso financeiro em si, e comentou que os investimentos realizados em seu negócio até o momento foram de capital próprio.

Outra expectativa do entrevistado é que ele possa compartilhar diferentes pontos de vista em relação a decisões a serem tomadas, a dilemas e soluções, porque como empreendedor, ele às vezes se sente sozinho nessas situações. O respondente comentou que, ao mesmo tempo em que isso é muito bom, causa-lhe certo medo, pois é necessário que haja uma “sintonia filosófica” com esse investidor.

O entrevistado também espera que esses investidores tragam novas conexões, novas redes de relacionamento que ajudem seu negócio a avançar.

A respeito da taxa de retorno sobre o investimento, o entrevistado comentou ter dificuldades para responder a essa pergunta, pois, em sua visão, os parâmetros para comparação com o mercado estão errados - em suas palavras, “há um desequilíbrio total”. Ao se investir com base no Ibovespa, por exemplo, está se investindo em empresas envolvidas em escândalos recentes de corrupção, como o Grupo JBS. Ou seja, segundo o respondente, as taxas de retorno hoje não levam em consideração o custo desse tipo de empresa para o país, as externalidades negativas que elas geram.

O respondente citou uma palestra em que participou onde foi feita a seguinte pergunta aos presentes: “onde dorme seu dinheiro?”. O entrevistado comentou que, de forma geral, o investidor não pensa nisso, ele só se interessa pela taxa de retorno em si. No entanto, não se analisa o tipo de negócio que está sendo beneficiado por esse investimento e a que custo será gerado aquele retorno financeiro.

Após tecer suas críticas, o entrevistado foi questionado sobre qual seria a taxa a ser exigida pelo investidor de impacto diante do cenário que temos hoje (taxas que não levam em consideração as externalidades negativas). O respondente disse entender que o investidor de impacto deveria exigir taxas de retorno abaixo da média do mercado, em razão do valor social gerado, que atualmente não está sendo levado em consideração.

No bloco de perguntas relacionado à avaliação de impacto e monitoramento, em razão da sua organização ainda não ter recebido investimento de impacto, perguntou-se ao entrevistado como seria para ele essa abordagem prévia do investidor e suas principais preocupações. Por acreditar em uma visão em rede, de interdependência, o respondente comentou que sua preocupação é que nas primeiras dificuldades haja algum tipo de retrocesso para um modelo de gestão antigo, mais centralizador, ou algum tipo de pressão no sentido de desvirtuar o propósito do seu negócio.

Para o respondente, o mais importante nesse momento prévio ao investimento é um alinhamento da causa, da visão, das “coisas que são inegociáveis” entre o investidor e a organização.

Em seguida, o entrevistado foi questionado se já havia refletido sobre quais seriam as métricas que iria fornecer aos investidores de impacto após recebimento do investimento. O respondente disse que sim, que essas métricas estariam relacionadas a um processo de autoavaliação feita pelo beneficiário da solução oferecida por sua organização, no início e ao longo da utilização dessa solução. O entrevistado destacou que o seu grande foco é métrica. Em suas palavras, “se a gente não mostrar um dado e as pessoas não enxergarem o dado nada vai acontecer”.

Para ele, o desafio é a incerteza e a vulnerabilidade desses investimentos em negócios que estejam em estágio inicial. Nem o empreendedor nem o investidor conseguem ter garantia de que determinado negócio será bem-sucedido.

O entrevistado recordou-se que há mais de cinco anos participou de uma banca para avaliar um negócio de impacto. O negócio estava passando por sérios problemas financeiros, mas o empreendedor gerava um enorme impacto social, atuava com uma causa muito relevante e tinha “brilho no olho”. Naquela época, o entrevistado ainda possuía uma visão mais tradicional sobre avaliação de risco e retorno, e comentou que foi uma das pessoas que ficou apontando os riscos do negócio e cuidados que se deveria ter naquele investimento.

Se há dinheiro sobrando e se está diante de um negócio com potencial para resolver um problema grave, sua visão atual diante desse mesmo cenário seria de investir no negócio. Na análise do entrevistado, muitas inovações não teriam acontecido se as pessoas ficassem preocupadas com “garantias”.

Como oportunidade, o entrevistado respondeu que escuta há muito tempo que há mais dinheiro que negócios. Portanto, o problema não está na ausência de recursos, mas no fato de se utilizarem modelos antigos para avaliar negócios novos, porque isso acaba gerando um “descasamento”. O respondente destacou que a inovação pressupõe erro e, desse modo, poderia se trabalhar com valores menores de investimento, mas com maior disposição a risco, o que ajudaria no desenvolvimento dos negócios. Em sua análise, “a gente está usando sistemas e processos de estruturas antigas para gerar uma economia ou uma sociedade nova”.

A primeira lição citada pelo entrevistado (como empreendedor, não necessariamente dentro do ecossistema de negócios sociais) foi a de “aprender fazendo, experimentando”. Ele diz que a visão que teve para seu negócio lá atrás permanece a mesma, mas a forma como vem desenvolvendo seu negócio é muito diferente da prevista no início.

A segunda lição é com relação ao tempo de amadurecimento das coisas, dos projetos, um “tempo Kairós”, nas palavras utilizadas pelo respondente.

Já o terceiro aprendizado refere-se à necessidade de se mudar os parâmetros com os quais se enxerga o mundo, a exemplo da crítica descrita acima, em relação à forma como se calculam atualmente as taxas de retorno financeiro. Em suas palavras: “o quanto a gente ainda está enxergando com uma lente que não é a lente que a gente tem mais que enxergar?”.

Para o entrevistado, o problema é que todas as pessoas foram treinadas para enxergar o mundo com essas lentes e, ao reconhecerem que essa forma de enxergar o mundo não funciona mais, inicia-se um processo de criação de novos modelos, que serão imperfeitos, e o desafio é saber lidar com esses novos modelos.

O entrevistado respondeu que sua visão para os próximos dez anos é que, em algum momento, não haverá mais essa fragmentação entre negócios sociais e negócios que não são identificados como negócios sociais. Para ele, ainda tenta-se realizar uma separação para ficar mais fácil, dar foco e evoluir. No entanto, chegará uma hora em que se o negócio não tiver um propósito não terá “nem o que apresentar”.

Ao comentar que a única forma da sociedade evoluir é por meio de negócios com propósito, o entrevistado se recordou de um exemplo dado em uma palestra que assistiu recentemente. O

palestrante comentou que muito se fala que a humanidade irá acabar com as reservas de petróleo, porém a humanidade é que irá ser extinta se todo o petróleo for utilizado. Segundo o entrevistado, esse exemplo reforça o quanto as lentes que estão sendo utilizadas estão erradas.

Ao ser questionado se os grandes bancos de varejo estarão oferecendo produtos de investimento de impacto daqui a dez anos em seu portfólio, o entrevistado disse que esses bancos não existirão mais, se continuarem atuando da forma como atuam hoje. Na sequência, quando perguntado se esses bancos não conseguirão se reinventar até lá, o entrevistado respondeu que não, que esses bancos se tornarão obsoletos, pois a atuação deles está pautada em uma lógica muito diferente, cujo propósito é ganhar dinheiro única e exclusivamente.

4.2.11 Entrevistado 11

Sobre o conceito de valor social, o respondente o define como sendo “qualquer externalidade positiva que hoje não é necessariamente capturada por um mecanismo de mercado”. Tal externalidade pode ser puramente social, mas também pode ser de natureza ambiental, comunitária ou se manifestar em vários aspectos. Para o respondente, o valor social seria complementar ao retorno financeiro.

Ao ser questionado se a intencionalidade na geração desse valor social é necessária, o respondente comentou que sim, que esse era um dos elementos que compõem a definição de investimento de impacto utilizada pela sua organização. Primeiro, o negócio deve gerar um retorno financeiro e social (*double bottom line*), ou financeiro, social e ambiental (*triple bottom line*); segundo, esse objetivo de retorno social (ou socioambiental) tem que ser intencional; e, terceiro, deve haver transparência e divulgação de métricas simples, que todos aceitem, não basta apenas falar que tem impacto, é necessário reportar.

Segundo o entrevistado, essa intencionalidade não precisa ser exclusivamente voltada para a base da pirâmide. Em sua visão e na visão da organização em que atua, o negócio pode ser voltado para a classe média, mas, por meio de subsídios cruzados, pode permitir à população de baixa renda ter acesso àquele produto. Isto é, o negócio não precisa ser dedicado a atender exclusivamente a base da pirâmide para atendê-la.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado comentou que fora do país você tem o chamado “investidor ativista”, que não é muito comum no Brasil. Nas palavras do entrevistado “poder ser um fundo de pensão, que vai pedir uma melhora na governança da empresa, pode ser uma fundação que vai pedir para o fundo excluir alguns investimentos, então tem vários *approaches*, várias técnicas.”.

No Brasil, o entrevistado destacou que há fundos de *venture capital* e *private equity* que trabalham com a tese de impacto, em que os investidores desses fundos dão palpite sobre os investimentos, pois muitas vezes esse investidor possui uma bagagem profissional e rede de contatos, e por isso sua opinião é necessária. No entanto, fora desse universo de investimento de impacto o entrevistado entende que o investidor brasileiro é mais passivo. Portanto, a partir das respostas dele é possível inferir que os investidores de impacto estão fazendo com que os negócios em que investiram gerem mais valor social, justamente pela experiência profissional que eles carregam e que pode agregar ao negócio.

Sobre a taxa de retorno do investimento, o respondente destaca que, no Brasil, investimento de impacto é algo novo e, portanto, é importante para o mercado que esses primeiros investimentos de impacto deem certo no lado financeiro. Nas palavras do respondente, “se a gente propor um investimento de impacto agora nesse começo de mercado, que te dê um retorno de 0%, ou abaixo da inflação, eu acho que a gente está misturando os conceitos”. Nesse caso, para o entrevistado, isso seria uma “filantropia melhorada, mas não impacto”.

Por outro lado, não se deveria esperar de um fundo de impacto o mesmo retorno de um fundo tradicional de *private equity* – de 20 a 25% ao ano, em números aproximados mencionados pelo respondente. Na sua opinião, a partir de uma estratégia de um produto interno de sua organização, o retorno mínimo deveria ser IPCA⁸⁴, e algo em torno da taxa Selic⁸⁵ seria apropriado. Segundo ele, o retorno muito acima disso estaria tirando o foco do impacto e “forçando um pouco a barra”.

Ao concluir sua fala sobre esse assunto, o respondente destacou que o fato de o mercado de investimento de impacto ser algo recente no Brasil afeta diretamente as expectativas de retorno

⁸⁴ IPCA em 07 jun. 2017: 3,75% no acumulado de 12 meses, segundo site do Valor Econômico.

⁸⁵ Taxa Selic em 07 jun. 2017: 13,27% no acumulado de 12 meses, segundo site do Banco Central.

financeiro. Ou seja, como é algo ainda muito novo no país, há investidores apostando nesse mercado sem uma expectativa tão alta de retorno financeiro, como organizações sem fins lucrativos e famílias de alta renda. Segundo o respondente, esses seriam públicos muito importantes para a criação desse mercado. No entanto, para se atingir um ponto mais sustentável para esse mercado seriam necessários retornos financeiros que sigam a média do mercado.

Com relação à avaliação de impacto prévia ao investimento, o respondente disse que os investidores de impacto realizam, com certeza, uma avaliação de impacto pré-investimento. No entanto, essa avaliação é “muito mais aproximativa e muito mais emocional”, e existe um debate no mercado para pensar se isso está certo ou não. Em sua opinião, essa avaliação aproximativa não está errada, porém ele afirma estar fora do consenso que há no mercado. O entrevistado argumenta que é perigoso fomentar uma indústria de intermediários, pois o objetivo final é “chegar até a ponta”, onde o beneficiário está. Ele manifestou que o mercado deve ter muito cuidado ao calcular qual a porcentagem de recursos que está sendo consumida nos intermediários e qual a porcentagem que está chegando ao beneficiário final, à pessoa.

Para corroborar com seu entendimento, o entrevistado citou um estudo da ResponsAbility, maior fundo de investimento de impacto do mundo. Em um relatório anual, o chefe de pesquisa disse que se o fundo “vê que o cliente está comprando rede antimosquito na África, a gente [o fundo de investimento] imagina que tem um impacto, eu não preciso fazer uma análise estatística como um grupo de controle, mandar a ONU etc.”. Essa seria a visão pragmática do fundo ResponsAbility compartilhada pelo entrevistado.

Nos investimentos realizados pelo entrevistado como pessoa física, ele analisou se a história do negócio social fazia sentido e se o modelo de negócio vai resolver um problema social. Esses são os dois pontos mais relevantes, em sua análise.

Em relação ao monitoramento desse impacto, o entrevistado - enquanto investidor individual - relatou que gostaria de acompanhar informações, mas disse que elas seriam muito escassas. Em sua opinião, a periodicidade de relatórios de impacto no exterior é algo mais comum do que no Brasil. Por exemplo, em uma iniciativa de sua organização fora do país, há um acompanhamento anual de um determinado investimento com relatórios periódicos enviados ao investidor. Não foi o investidor quem exigiu os relatórios, mas a organização que realizou essa iniciativa como boa prática de mercado - em suas palavras, “é o mínimo”.

Como desafios do setor no Brasil, o entrevistado destaca que ainda não se tem uma história de sucesso de um negócio social para contar. Isso daria mais material de pesquisa para o investidor, bem como mais conforto para investir em negócios sociais. Outro desafio apontado pelo entrevistado é que o mercado está muito focado em fundos de *venture capital*, que seria a parte mais difícil. O desafio nesse ponto é ampliar a oferta de “produtos”, fornecendo mais alternativas para o investidor. O entrevistado citou os investimentos de *private equity*, que envolvem valores mais expressivos, e também investimentos em fundos de renda fixa. O respondente ainda mencionou que no exterior os investimentos de impacto começaram com fundos de *private equity* (renda variável), porém, ao longo dos anos, a maioria dos ativos acabou sendo investida em renda fixa – foi o que aconteceu com o fundo ResponsAbility.

Como oportunidade, o entrevistado destacou que, infelizmente, ainda não se conseguiu resolver todos os problemas sociais e ambientais do Brasil e, portanto, há muito trabalho a ser feito. Outra oportunidade levantada pelo entrevistado é que o Brasil possui escolas e faculdades muito boas, e profissionais muito capacitados, algo que ele não diria com certeza de outros mercados emergentes.

No que diz respeito a lições aprendidas, o respondente destacou que a primeira está relacionada ao fato de que cada pessoa ou ator do ecossistema define impacto do jeito que achar melhor. Há pessoas, por exemplo, que olham apenas para o lado social, enquanto há outras que estão fazendo investimentos “bacanas”, mas cujo resultado é apenas financeiro. O segundo aprendizado se relaciona à necessidade do ecossistema de ser muito mais aberto em seu portfólio de produtos. A ideia é oferecer diferentes opções de investimento uma vez que os investidores são diferentes.

Sobre perspectivas do setor para os próximos dez anos, o entrevistado destacou que haverá vários fundos realizando investimento de impacto, e não apenas fundos com dedicação exclusiva para impacto. Ou seja, haverá fundos que, por enxergar uma oportunidade pontual em um negócio social, realizarão esse investimento. Seu sonho é que grandes gestoras de ativos não dedicadas a impacto tenham um fundo que investe em empresas que seguem padrões mínimos ambientais, sociais e de governança (*Environmental, Social and Governance - ESG*, na sigla em inglês citada pelo entrevistado) e outro fundo, mais sofisticado, que invista em negócios de impacto. Atualmente, a maioria dos fundos desconhece o mercado de investimento de impacto e o acham irrelevante.

Segundo o entrevistado, daqui a dez anos haverá mais produtos, mais opções para investidores investirem em negócios de impacto, em mais regiões do país, não apenas em São Paulo, e em mais segmentos, como agronegócio e florestas, por exemplo, que compõem uma parte ambiental ainda pouca explorada. Em sua opinião pessoal, no prazo de dois anos haverá um produto de investimento de impacto lançado por um grande banco e aberto para captar recursos junto a seus clientes.

4.2.12 Entrevistado 12

Sobre valor social, o respondente entende que esse conceito está relacionado à transformação na vida das pessoas gerada a partir de produtos e serviços oferecidos pelas empresas em que sua organização investe.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas em que investiram gerem valor social, o entrevistado comentou que isso depende do grau de alinhamento entre empreendedor e investidor com relação à necessidade daquele negócio gerar impacto social. Em sua visão, no caso de uma empresa que tenha um modelo de negócios que gere impacto social positivo, mas que seu empreendedor não teve essa intencionalidade no momento de sua constituição, é muito difícil o fundo de impacto conseguir influenciar. Isso porque, se aquele modelo de negócio precisar ser reformulado, nada garante que esse negócio estruturado de outra forma seguirá gerando o impacto social que se imaginava que ele causasse.

Por isso que, na opinião do entrevistado, essa intencionalidade é essencial. Ele afirma que “nesses casos em que você não tem intencionalidade do empreendedor, eu acho que a capacidade de um fundo de gerar valor social é virtualmente nula”. Por outro lado, se o investidor está alinhado com o empreendedor, há “uma grande capacidade de melhorar a geração de valor social”.

Com relação à taxa de retorno, o entrevistado entende que não necessariamente a taxa de retorno de investimentos em negócios de impacto deva ser menor do que as taxas de retorno de investimentos tradicionais. Isso porque ele diz ter uma crença que no longo prazo os negócios que trabalham para mudar a vida de seus clientes terão uma capacidade de gerar valor muito maior do que empresas tradicionais, que se preocupam apenas em entregar valor ao seu acionista.

Apesar de ser uma crença, o respondente diz ter alguns indícios de que essa crença é uma verdade. As empresas em que sua organização investiu que possuem melhor clareza e melhor desenho do impacto social são aquelas que atraíram mais capital financeiro e humano. O capital humano é representado, por exemplo, por executivos altamente qualificados, genuinamente interessados em fazer algo diferente em suas vidas; são pessoas que não consideram o dinheiro como único fator determinante na hora de decidir em qual empresa trabalhar.

Outro exemplo citado pelo entrevistado é o da queda abrupta no valor das ações de empresas de capital aberto envolvidas nos escândalos de corrupção recentes em nosso país. O respondente comentou que seu entendimento sobre a taxa de retorno que deve ser aplicável para investimentos de impacto está muito alinhado à proposta apresentada em artigo intitulado *Across the Returns Continuum*, de Bannick et al. (2016). Segundo esse artigo, se o investidor estiver investindo em um negócio que está alterando a sistemática ou o paradigma de algum mercado, esse capital deveria ser filantrópico, para não pressionar o negócio a ter que se manter a partir da intervenção proposta, por se tratar de um mercado que ainda não existe. No outro extremo do contínuo proposto por Bannick et al. (2016) estão taxas de retorno de mercado, que deveriam ser exigidas quando se está investindo em um negócio em um mercado competitivo e estruturado.

O entrevistado disse gostar dessa visão, por ser uma visão inclusiva e não uma visão exclusiva no sentido de que, ao se investir em negócios de impacto, o investidor deveria abrir mão do retorno. Por fim, o respondente ponderou que o fato de o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto estar ainda no início de seu desenvolvimento não tem relação com a taxa de retorno que deve ser exigida pelos investidores de impacto.

Com relação à avaliação realizada por sua organização pré-investimento, o entrevistado explicou que é feita uma primeira análise para identificar se o negócio está alinhado com as teses de investimento de sua organização. Após esse primeiro filtro, é feita uma reunião com os empreendedores para investigar com um pouco mais de profundidade o negócio e se, de fato, ele envolve um produto ou serviço acessível à base da pirâmide.

Nesse estágio se avalia tanto o potencial de impacto qualitativo, a partir da tese de investimento relacionada ao negócio e considerando a maneira como o acesso a essa solução pode mudar a vida da pessoa impactada, quanto o potencial de impacto quantitativo, para identificar o grau

de escalabilidade da intervenção e a rapidez com a qual ela pode ser implementada em larga escala.

Caso o negócio passe por essa primeira etapa, dá-se início a uma nova etapa em que se inicia um processo de avaliação formal do investimento, com a condução de uma auditoria no negócio (conhecida como *due diligence*). Nesse momento, o respondente comentou que sua organização constrói, em conjunto com os empreendedores, uma teoria de mudança, e são definidos os indicadores de impacto social que serão acompanhados ao longo do desenvolvimento do negócio.

Ainda sobre a avaliação realizada pré-investimento, o respondente comentou que em sua organização há uma crença de que os negócios devem entregar produtos e serviços acessíveis à população de baixa renda, mas cuja qualidade seja tão boa que todas as pessoas queiram acessá-lo, independentemente da faixa de renda. Nas palavras do respondente, as perguntas feitas são as seguintes: “É acessível? É. Mas eu gostaria que o meu filho usasse esse tipo de serviço? Não. Então não é o tipo de impacto que eu quero causar, porque senão eu vou estar criando [*sic*] a mesma segregação que trouxe a gente até aqui.”

O monitoramento dos indicadores de impacto social do negócio é realizado por meio de uma coleta mensal de informações. Esses indicadores são, então, apresentados em reuniões mensais nos Conselhos de Administração de cada empresa.

Com relação aos desafios do setor, o entrevistado entende que o principal é o volume de capital destinado para o setor, que ainda é muito pequeno e integralmente dependente de grandes fortunas. Inclusive, o entrevistado comentou que há pelo menos cinco organizações com atuação similar a sua que estão encontrando dificuldades para captar recursos, pois o percentual de alocação de capital para investimento de impacto ainda é muito baixo.

Como oportunidades, o entrevistado destacou que nesse momento há uma oportunidade para empreendedores que estão buscando investimento para seus negócios, pois há fundos de investimento com recursos disponíveis para investir em negócios sociais cujas atuações estejam alinhadas com as respectivas teses de investimento.

Para investidores, ele enxerga que há uma oportunidade para se criar mecanismos alternativos de financiamento que permitam a participação de outras fontes de capital, que não sejam necessariamente dependentes de grandes fortunas ou de bancos de desenvolvimento. Como exemplos desses mecanismos alternativos, o entrevistado destacou o *social impact bond*⁸⁶ e o *green bond*⁸⁷, que seriam mais acessíveis a investidores de varejo e que, em sua visão, poderiam funcionar bem no Brasil.

O entrevistado mencionou que a principal lição que aprendeu dos sucessos e falhas foi que “os negócios são tão bons quanto os empreendedores por trás desses negócios”. Em sua experiência, 90% das causas de fracasso e 90% das causas de sucesso estavam relacionadas à equipe empreendedora do negócio que você investe. Nesse sentido, o entrevistado identifica uma necessidade de fortalecimento na seleção e capacitação dessas equipes, para garantir que se tenha um setor forte.

Sua visão para daqui a dez anos é que o setor tenha uma multiplicidade de atores que faça com que todos consigam se enxergar de alguma forma participando desse ecossistema, seja como cliente, investidor, intermediário ou empreendedor. Até lá, o entrevistado acredita que haverá produtos de impacto adequados a diversos perfis de renda e os empreendedores poderão empreender com a certeza de que haverá oferta de capital para o setor de atuação do seu negócio. Para ele, haverá mais intermediários, mais oferta de capital, mais gestores de fundos, e mais tipos de fundos de investimento.

4.2.13 Entrevistado 13

Com relação ao valor social, o entrevistado entende que este conceito pode ser visto sob dois aspectos. O primeiro é o da empresa tradicional que ao ser bem governada, gerida com transparência e ética, pode ser muito virtuosa e gerar valor para além do acionista, para a sociedade como um todo. Esse valor para a sociedade é gerado “através da geração do produto, serviços, geração de empregos, formação de capital humano, ser um bom ator na cadeia de

⁸⁶ Para uma descrição do que é e como funciona um *social impact bond*, ver capítulo 2, item 2.5.

⁸⁷ A principal diferença entre os *green bonds* (“títulos verdes”, em tradução livre para o português) e títulos de dívida tradicional é a destinação dos recursos captados. Nos *green bonds* os recursos poderão ser utilizados exclusivamente para financiar projetos sustentáveis, como gestão sustentável de resíduos e projetos florestais. (GVCES, 2015, p. 12)

suprimentos, pagar adequadamente.” Ou seja, na visão do entrevistado, a empresa que está atuando dessa forma gera por si só valor social.

O segundo aspecto abordado foi que, além de buscar esse valor tradicional da empresa, é necessário direcionar as atividades dos negócios “para resolução dos problemas socioambientais mais agudos, que em geral os mercados não estão atuando para resolver, ou até estão atuando de forma a agravar esses problemas”. Segundo o entrevistado, ao resolver uma necessidade premente socioambiental esse negócio dará origem a um novo setor da economia, em razão do grau de inovação das atividades realizadas por esses negócios.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o respondente disse acreditar que sim, pois o investidor de impacto, ao aportar recursos com essa visão de impacto, estará gerando algum valor social.

O entrevistado comentou que uma derivação desse questionamento seria saber “se os investidores de impacto estão conseguindo agregar valor para as empresas para elas escalarem”. Sobre esse ponto, o entrevistado comentou que não teria como dizer com relação a todos os investidores do ecossistema, por não conhecer o desempenho de todos os negócios sociais que receberam investimento de impacto. No caso da sua organização, ele acredita que sim, que estão agregando valor nesse sentido, apesar de ponderar ser cedo para afirmar que os negócios em que investiram terão uma escalabilidade a ponto de gerar uma contribuição relevante para o problema social e/ou ambiental em questão. Antes de atingir faturamento de um bilhão de reais por ano, o entrevistado tem dúvidas em afirmar que um negócio esteja gerando impacto.

As primeiras mudanças que ocorreram nas empresas em que investiram foram relacionadas (i) à governança, em razão da necessidade de o empreendedor participar de reuniões periódicas para discutir estratégia, riscos, dentre outros, e (ii) à disciplina organizacional, em termos de atenção ao cliente, cuidado com o produto e serviço, dentre outros.

A sua visão para os negócios em que investiu é que até 2025 quatro ou cinco deles alcancem movimentação anual de valores acima de um bilhão de reais, com impacto medido, reportado e verificado por um agente independente.

Com relação à taxa de retorno, o entrevistado entende que o investidor de impacto deve exigir a maior taxa possível mantendo o propósito da empresa - ao se buscar taxas muito elevadas haveria o risco de o negócio se desviar do seu propósito inicial.

Para ele, o fato do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto ser recente não é justificativa para se pensar em taxas abaixo do mercado. No entanto, a escassez de negócios para se investir não é exclusiva do ecossistema de investimento de impacto, ela se estende para qualquer setor no Brasil (como biotecnologia e fármacos) em razão do custo de capital no país ser muito alto e do governo pagar juros também muito altos, o que faz com que muitas pessoas prefiram deixar seu dinheiro em renda fixa. Ele acrescenta “onde não se tem uma cultura de risco, onde fracassar é feio, o custo do fracasso é alto para quem empreende, o custo de empreender também é alto.”

Sobre a avaliação realizada pré-investimento para verificar se o negócio tem potencial para gerar valor social, o entrevistado comentou que a primeira pergunta que se faz é para identificar se o negócio é ou não de impacto. Negócio de impacto com potencial para receber investimento de sua organização é algum negócio que se dedique a atuar com algum dos ODS da ONU e que esteja alinhado à estratégia de investimentos de sua organização.

A segunda pergunta visa identificar o grau de engajamento do empreendedor e a sua vontade e resiliência em trabalhar em prol de uma transformação social mais ampla. A terceira pergunta é justamente para verificar se aquele negócio é escalável e duradouro para o beneficiário final, enquanto a quarta pergunta é se a sua organização fará a diferença ao investir nesse negócio. Até esse momento, não se analisa qualquer número ou indicador do negócio.

Tendo uma resposta afirmativa para todas essas perguntas, uma análise profunda do negócio é feita. Concluída essa análise, a proposta de investimento é submetida a um comitê de investimentos para discussão e aprovação do plano de negócios e da teoria de mudança ou tese de impacto.

Esse plano de negócios e os objetivos de impacto social são monitorados ao longo do ano e reportados aos seus investidores a cada três meses, aproximadamente. Segundo o entrevistado, os objetivos de impacto direto são metas de *outputs* medidas anualmente.

Como desafios do setor, o entrevistado destacou que há uma grande dificuldade de acesso a capital. Além disso, há poucas aceleradoras, investidores e outros atores olhando para negócios sociais com disponibilidade para investir. Em sua opinião, essa dificuldade de acesso a capital é mais elevada para negócios sociais do que para negócios tradicionais, pois ainda há muitas pessoas que enxergam um risco muito alto e um retorno incerto nesses investimentos em negócios de impacto.

O nível de maturidade dos empreendedores de impacto ainda é baixo, porém, o entrevistado pondera que isso é um sinal de maturidade do próprio mercado de negócios sociais. Segundo ele, outro sinal de que esse mercado ainda é imaturo é o fato de os fundos estarem mais cuidadosos, mais criteriosos na seleção de negócios para investir, pois não querem fracassar nos seus primeiros investimentos.

Apesar de haver menos capital disponível para investimento de impacto, o respondente destacou que o “o elo mais fraco é a quantidade e nível dos empreendedores”. Por essa razão, ele entende que a prioridade deve ser preparar melhor esses empreendedores, por meio de mais aceleradoras, mais incubadoras, mais recursos a fundo perdido (doações), mais investidores-anjo e mais fundos de investimentos.

Em relação às oportunidades, o entrevistado destacou duas: a primeira é justamente a quantidade de problemas que precisam ser resolvidos no Brasil; a segunda se refere ao fato de haver muitos profissionais bem qualificados com interesse de trabalhar com negócios sociais e investimento de impacto. Nas palavras do entrevistado:

um empreendedor de impacto, quando ele vê um problema e se ele consegue organizar uma tese inicial e começa a falar com gente qualificada, eu acho que ele tem, é uma oportunidade de ele trazer gente boa para, seja um Conselho, [...] mesmo sem ter investidor ainda, seja como time, etc., eu acho que tem, é uma questão até geracional hoje, tem muita gente dessa nova geração querendo trabalhar nisso.

Sobre o principal aprendizado, o entrevistado mencionou que aprendeu que é muito difícil angariar recursos para investimento de impacto. O respondente comentou que a recomendação de sua organização é que os investidores direcionem de 1% a 2% de seu patrimônio para um fundo de investimento de impacto.

Uma reflexão trazida pelo respondente é que pessoas com patrimônio menor, muitas vezes estão propensas a investir valores entre cinco e dez mil reais em fundos de investimento (por exemplo). Mas pessoas que possuem aplicações financeiras com valores inferiores a um milhão de reais não são consideradas “investidores qualificados” nos termos da instrução da CVM nº 554/2014, e, portanto, não podem investir em fundos de investimento. Em sua visão, caso se consiga eliminar essa restrição haveria muito capital novo para investimento em fundos, pois as pessoas que têm um dinheiro para investir, mas não são milionárias, disfrutem de maior autonomia no uso do seu dinheiro. É diferente do que ocorre nas famílias de alta renda, que muitas vezes possuem estruturas profissionais para gestão do patrimônio por meio de *family offices* e têm seus investimentos aprovados por um conselho, o que torna o processo mais complexo.

Em sua opinião, além de ser visto como um negócio muito arriscado, ainda existe muito ceticismo com relação ao o que venha a ser impacto, uma vez que não há um consenso do significado dessa palavra no setor. O entrevistado diz: “o que eu aprendi é que o setor ainda não conseguiu dizer claramente o que é impacto”. Para ele, cada gestor tem sua definição própria e isso leva o investidor a desconfiar desse tipo de investimento, que poderia ser um tipo de *green washing* ou *social washing*⁸⁸, por exemplo. Somado a isso, o respondente enxerga um movimento por parte de vários gestores que dizem estar fazendo investimento de impacto. Para o respondente, essa falta de clareza sobre o que é impacto faz com que o levantamento de recursos seja muito difícil.

O entrevistado não vê uma solução imediata para o problema descrito nos parágrafos anteriores. Em sua opinião, a partir do momento que o setor tiver dois ou três casos de sucesso ficará mais fácil para os investidores entenderem o que significa investimento de impacto e o que o diferencia de um investimento tradicional.

Com relação às perspectivas do setor para os próximos dez anos, o entrevistado disse esperar ver quatro ou cinco empresas que receberam investimento de impacto e se tornaram empresas de capital aberto, com ações negociadas na bolsa de valores, com o número de empreendedores

⁸⁸ Esses termos são utilizados no mercado para descrever iniciativas de pessoas ou organizações que fazem propaganda enganosa de produtos, soluções ou atitudes (de investimento) a partir de elementos de sustentabilidade (*green*) e sociais (*social*).

de impacto multiplicado por cem⁸⁹, o número de investidores-anjo multiplicado por trinta, os fundos de investimento de impacto com métricas de impacto mais definidas, mais parametrizadas, e os investimentos de impacto vistos como *mainstream*. Ele espera que daqui a dez anos, as pessoas que queiram empreender já empreendam com o objetivo de impacto – situação similar à que presenciou em visita a países nórdicos em apresentações de *startups* para investidores (conhecidas pelo termo em inglês “*pitch*”). Segundo o entrevistado, lá os empreendedores já iniciam seu *pitch* manifestando qual é seu objetivo de impacto, não há mais *pitch* só para ganhar dinheiro.

Ao ser questionado se ele vê essa agenda de investimento de impacto mais espalhada pelo país, ele disse que sim, que atualmente está muito concentrado na região Sudeste e, em sua opinião, isso não faz muito sentido. Outra expectativa que o entrevistado manifestou é que as empresas tradicionais, médias e grandes, “estivessem incorporando todas as métricas de impacto, externalidades positivas e negativas na sua gestão, na sua governança de uma forma transparente e comunicada para a sociedade”.

4.2.14 Entrevistado 14

Sobre o conceito de valor social, o entrevistado citou que em sua organização se utiliza muito o conceito de Amartya Sen (2010). Portanto, segundo o respondente, gerar valor social significa, em suas palavras, “diminuir as vulnerabilidades e tornar os indivíduos, a sociedade, mais justa”, de modo a oferecer oportunidades iguais e mais liberdade para fazer escolhas.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que os negócios em que investiram gerem mais valor social, o entrevistado, apesar de reconhecer ser difícil generalizar, disse que há alguns atores no Brasil que já nasceram com essa proposta de impacto social, que sim, contribuem nesse sentido. Para ele, fundos ou investidores de forma geral que já possuem esse interesse na geração de valor social contribuem ao propor pautas de discussão aos órgãos de governança (como conselhos de administração) dos negócios sociais, ao direcionar a estratégia desses negócios, ao ajudar a viabilizar as mensurações de impacto social, e ao ajudar o empreendedor a criar as respectivas teorias de mudança.

⁸⁹ Ao mencionar esse número, o entrevistado citou levantamento feito pela organização Pipe Social, que, segundo o entrevistado, catalogou aproximadamente mil negócios de impacto social em estágio inicial no Brasil.

Por sua vez, os investidores que não possuem essa intencionalidade de impacto social positivo desde sua origem geram dúvida se, de fato, estão contribuindo para que os negócios sociais potencializem a geração de valor social. Um dos motivos mencionados pelo entrevistado para explicar essa dúvida é que haveria uma curva de aprendizagem para novos entrantes nesse setor.

Em relação à taxa de retorno, o entrevistado entende que é perigoso divulgar que determinado negócio de impacto dará retornos acima da taxa de mercado, especialmente pelo ecossistema de negócios sociais no Brasil estar ainda no início do seu desenvolvimento. Para ele, deve-se trabalhar com taxas de mercado, um pouco abaixo, mas com destaque para a mensagem de que aquele negócio social estará ajudando muitas pessoas. O respondente destacou que é necessário que as pessoas se conscientizem que o dinheiro tem “poder político”. Nesse sentido, deve-se investir em negócios que você acredita e, se der certo, esse investimento terá contribuído para ajudar várias pessoas.

Uma vez que o ecossistema brasileiro esteja mais maduro, o entrevistado entende que poderia fazer mais sentido pensar em taxas médias de mercado. Sobre este ponto ele recordou que essa discussão apareceu em um debate que participou nos Estados Unidos, onde havia opiniões diametralmente opostas. Existem aqueles que defendem ser necessário trabalhar com taxas médias de mercado ou acima, sob o risco de o investimento de impacto continuar sendo um investimento de nicho e não *mainstream*, e outros que entendem que é perigoso trabalhar com essa proposta.

Sobre avaliação de impacto pré-investimento, o entrevistado respondeu que, até onde tem conhecimento, os fundos de investimento de impacto têm ajudado os negócios sociais a construir suas teorias da mudança. No caso dos negócios sociais que sua organização apoia, o respondente comentou que tem buscado parcerias com universidades, por exemplo, para realizar a avaliação de impacto desses negócios.

O respondente ainda argumentou que, devido ao estágio muito inicial em que recebe os negócios sociais, sua organização, apesar de reconhecer a importância da avaliação de impacto, “não força o empreendedor a gastar o dinheiro que ele não tem para mensurar uma coisa que ele nem sabe se é a versão final do produto dele”. Ademais, a responsabilidade pela avaliação de impacto deve ser compartilhada entre empreendedores e investidores, uma vez que se trata de algo muito complexo e custoso.

Com relação à avaliação prévia dos negócios apoiados por sua organização, o respondente comentou que é feita uma análise de alinhamento dos negócios com as teses de impacto da organização, para verificar se há uma identificação. Essa avaliação prévia tem o objetivo de identificar se aquele negócio tem potencial para gerar impacto, inclusive a partir da análise do grau de comprometimento e qualificação do empreendedor. Além disso, é feita uma avaliação a partir de cinco dimensões de impacto social construídas a partir do conceito de Amartya Sen (2010). Segundo o entrevistado, negócios com pontuação abaixo de 75% de aderência dificilmente são apoiadas por sua organização.

Para os negócios em que sua organização investiu, além da análise descrita nos parágrafos acima, foi realizada uma auditoria de escopo limitado, pois eram negócios que a organização conhecia praticamente desde a constituição.

Sobre monitoramento de impacto dos negócios sociais, o entrevistado não soube confirmar se os investidores de forma geral realizam algum tipo de acompanhamento. Para os negócios em que sua organização investiu, é feito um monitoramento a cada seis meses, com base nas cinco dimensões descritas anteriormente. Para os negócios que sua organização apenas apoiou, mas não investiu diretamente, é feito um acompanhamento por até 18 meses após o encerramento do apoio àquele negócio social.

Segundo o entrevistado, mais de três mil negócios sociais já foram apoiados de alguma forma por sua organização. A cada ano são analisados, em média, mil negócios sociais, para que, ao final do processo de seleção, 16 sejam apresentados a um comitê, e 10 sejam efetivamente apoiados pela organização.

Como desafios para negócios sociais e investimento de impacto no Brasil, o entrevistado mencionou o contexto macroeconômico-político, que tem dificultado fazer negócios no país. Além disso, segundo o entrevistado, para empreendedores que buscam desenvolver negócios em setores de impacto social estrutural, como educação e saúde, essa tarefa é ainda mais árdua, pois o mercado para esses negócios é muito dependente de compras governamentais. Como exemplo, o entrevistado mencionou o setor de educação, em que, do ponto de vista mercadológico, o negócio obrigatoriamente terá que comercializar sua solução para o governo, caso queira ser sustentável do ponto de vista financeiro e ter impacto. Nesse caso, o respondente

destaca que o desafio é lidar com o risco reputacional e a agenda governamental que é muito longa.

Em razão desses desafios, sua organização tem buscado trabalhar com negócios do tipo “B2B”, *business to business*, e “B2C”, *business to consumer*, ou seja, que buscam como clientes apenas outras empresas ou consumidor pessoa física, respectivamente.

Outro desafio apontado pelo entrevistado é a necessidade de capital semente para negócios sociais em estágio inicial, que apesar de terem sido atendidos por ferramentas de *crowdfunding* como o Broota⁹⁰ e outros fundos menores de capital semente, ainda é visto como uma necessidade pelo respondente.

Ainda como desafio, o entrevistado apontou a necessidade de se apresentar casos de sucesso para o grande público. Ao ser questionado o que seriam “casos de sucesso”, o respondente comentou que seriam negócios sociais que possuem alguma comprovação de que, em suas palavras, estão “indo no caminho certo” e já inspiraram outros empreendedores a criarem novos negócios similares.

Como exemplos de casos de sucesso, o entrevistado mencionou o Programa Vivenda, negócio que atua com reformas para baixa renda, a Geekie, negócio que atua com tecnologia aplicada à educação, a Terra Nova, que atua com regularização de áreas ocupadas ilegalmente, e o Dr. Consulta, rede de clínicas que oferece consultas e exames a preços reduzidos. Ele também mencionou que há casos de negócios que estão se internacionalizando, como a Playmove, negócio que desenvolve soluções educativas a partir de ferramentas lúdicas.

Como oportunidades, o respondente mencionou que enxerga oportunidades para o setor de serviços financeiros, uma vez que há uma parcela muito grande da população que é desbancarizada, mas que precisa acessar esse tipo de serviço. Outro setor de oportunidade seria o de biotecnologia, que segundo o respondente está um pouco relacionado com o “DNA” do nosso país, mas ainda é pouco explorado.

⁹⁰ Segundo definição da própria organização, “o Broota é uma plataforma de investimento coletivo que conecta investidores com empresas inovadoras”. Para mais informações, vide site institucional: <<https://www.broota.com.br/>>

Na parte de financiamento de negócios sociais, o entrevistado comentou que, apesar de ser um movimento recente, há uma oportunidade de os negócios sociais captarem recursos de instituições e fundações para financiar o início desses negócios, uma vez que grande parte deles precisa ser subsidiada no início da operação.

Outra oportunidade apontada pelo respondente é que há muitos empreendedores e profissionais qualificados querendo atuar com propósito, porém não há negócios suficientes para aproveitar essa oferta de talentos, ainda muito concentrados nas regiões Sul e Sudeste, segundo o entrevistado. Ele ressaltou a oportunidade de se desenvolver serviços e soluções voltadas para *startups*, não apenas para negócios de impacto, mas para *startups* de forma geral, tanto em termos de preços mais acessíveis quanto em relação à linguagem, mais adaptada para esse público.

Em relação ao principal aprendizado, o respondente mencionou algo que muito se comenta e que ele concorda: é mais importante ter uma equipe empreendedora ou empreendedor comprometido, qualificado, do que uma ótima ideia com uma equipe que não seja tão boa. Nas expressões utilizadas pelo entrevistado, “mais vale um empreendedor nota A, com uma ideia de negócio [nota] B”, do que o contrário.

Outro aprendizado é que “é possível, sim, ganhar dinheiro e mudar o mundo”. Essa era uma dúvida que sua organização tinha no passado e que não existe mais. Porém, acompanhado desse aprendizado veio o de que é muito mais complexo e demorado desenvolver um negócio de impacto do que um negócio tradicional. Pode até ser mais prazeroso em alguns momentos, mas é mais difícil, segundo o entrevistado.

O respondente ainda mencionou que apesar de já terem realizado iniciativas junto a famílias de alta renda, há muito pouco investimento vindo desse tipo de investidor. Em sua visão, um dos motivos pode ser porque o herdeiro no Brasil não tem tanto acesso e controle dos recursos financeiros como os herdeiros de fora do país.

Em sua perspectiva para o setor para os próximos 10 anos, o respondente mencionou que gostaria de ver o ecossistema mais profissional, com pessoas que de fato conheçam negócios sociais, e não apenas o terceiro setor ou investimentos tradicionais. Ele acredita que já haverá casos de investidores que venderam suas participações em negócios sociais e conseguiram obter

o retorno financeiro esperado com isso, e que haverá também grandes fundos de investimento (*mainstream*) investindo em negócios sociais.

Outras expectativas apontadas pelo entrevistado foram: mais negócios criados por empreendedores das periferias, algo que hoje é ainda um setor muito elitista, em sua visão; mais mulheres empreendendo, com participação em pelo menos 50% dos negócios sociais em operação – número muito superior à média de 20% mapeada por sua organização em relação aos negócios que apoiou; e soluções mais espalhadas pelo Brasil, diminuindo a concentração em São Paulo, como é atualmente.

4.2.15 Entrevistado 15

Quando questionado a respeito de valor social, o entrevistado destacou que, em sua visão, tal não se trata de um conceito trivial. Para ele, valor social pode ser visto sob duas perspectivas, sendo a primeira delas interna à organização, relacionada à responsabilidade corporativa, e compreendendo, entre outros aspectos, o modo como a organização atua responsavelmente com seus funcionários, atenta à questão de gênero; e cadeia de fornecedores, atenta a seu espaço de gestão, participativa ou não, e sempre transparente. A outra perspectiva seria externa à organização e, para o entrevistado, consiste na consequência que sua atividade fim gera na sociedade.

Para o entrevistado, o valor social de um negócio de educação será atingido se, de fato, houver uma mudança, uma transformação social do beneficiário daquela solução ou serviço, a ponto de haver uma “distribuição de direitos”, na expressão utilizada pelo respondente.

Em relação à pergunta sobre se os investidores de impacto estão fazendo com que os negócios em que investiram gerem mais valor social, o respondente entende que há fundos de investimento de impacto no Brasil tidos como referência pelo setor e que, ao realizarem seus investimentos, estão transmitindo uma mensagem para o ecossistema de que “esse é um caminho possível” e que os negócios nos quais investiram tem potencial para gerar valor social “lá na ponta”. No entanto, o respondente entende que ainda não houve tempo suficiente para realização de análises comprobatórias desse impacto.

De qualquer forma, ele identifica que há oportunidade para já começar a trabalhar com diferentes tipos de avaliação a depender do estágio em que o negócio social se encontra. Ao ser indagado se concordava com a percepção deste autor de que as discussões em eventos do ecossistema davam a entender que havia apenas um tipo de avaliação aplicável aos negócios sociais, independentemente de seu estágio de maturidade, o respondente concordou. Isto é, em sua opinião, os atores compram apenas avaliações mais academicamente rigorosas, divulgadas por grandes órgãos de financiamento. Elas são avaliações experimentais ou quase experimentais e, na opinião do entrevistado, resolveriam apenas parte do problema.

Sobre a responsabilidade pelo custo da realização de uma avaliação de impacto, o respondente afirmou que esse custo deve ser arcado pelos investidores, uma vez que o empreendedor precisa se preocupar com a saúde financeira do seu negócio e, mesmo em caso de “sobrar dinheiro no caixa”, o empreendedor deveria investi-lo na operação e não na contratação de uma avaliação externa.

Com relação à taxa de retorno do investimento, o entrevistado entende que, em razão de o ecossistema de finanças sociais no Brasil estar no início de seu desenvolvimento, essa taxa de retorno deveria ser de média a baixa. Para o entrevistado, trata-se de um campo em início de desenvolvimento e, ao se exigir as mesmas taxas de retorno de mercados já estruturados, corre-se o risco de o ecossistema não conseguir se sustentar a médio e longo prazo. Em suas palavras, é necessário “criar uma camada de proteção para que isso [ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto], de fato, se desenvolva” e ser menos exigente nesse início.

Portanto, em sua visão, a taxa de retorno esperada deveria ser de média a baixa em razão do momento do ecossistema, e não em razão de uma análise caso a caso de cada um dos negócios em que se está investindo. Para ele, o raciocínio é muito mais político, do que técnico.

Ao ser questionado se os investidores estão realizando algum tipo de análise prévia para avaliar se os negócios em que estão investindo tem potencial para gerar impacto, o entrevistado respondeu que sim, que uma avaliação prévia está sendo realizada de maneira aproximativa e mais intuitiva. Ele comentou que há uma preocupação nesse sentido e que ela deve ser valorizada.

Ainda sobre a avaliação pré-investimento, o respondente mencionou que alguns investidores têm trabalhado com a ferramenta chamada “teoria de mudança”, e alguns também têm buscado relacionar o potencial de geração de valor social dos negócios aos dezessete Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU, o que, por um lado, é interessante, porém, segundo o entrevistado, é necessário que esse exercício seja feito de forma cautelosa, pois é possível relacionar qualquer negócio aos ODS.

Em relação às teorias de mudança a que teve acesso, o entrevistado destacou que há algumas muito robustas e outras muito frágeis. Essa fragilidade, segundo o respondente, pode ser decorrente de ingenuidade técnica, ao tratar de conceitos complexos de forma muito superficial, e/ou de ingenuidade política, ao não se levar em consideração a necessidade de articulação com governo e outros atores do ecossistema para determinado resultado ser atingido.

Sobre o monitoramento da geração de valor social realizada pelos investidores após a realização do investimento, o respondente disse que não saberia dizer como os investidores estão fazendo, mas que tem conhecimento de que um fundo de investimento tem utilizado as métricas do Sistema B para acompanhar os *outputs* dos negócios investidos. Entretanto, o respondente reconhece que esse monitoramento de *outputs* não é suficiente para analisar se o negócio está gerando impacto ou não.

Como desafio, o respondente destacou que a própria definição do que é negócio social e investimento de impacto seria um desafio para o ecossistema, uma vez que, segundo ele, há opiniões divergentes no campo. Já como oportunidade, o respondente mencionou que o ecossistema de finanças sociais e investimento de impacto no Brasil já existe há aproximadamente cinco anos e há muita informação sobre esse período que precisa ser sistematizada – negócios que tiveram sucesso, que fracassaram, e outras experiências do setor. Em suas palavras, “a oportunidade para mim é a base empírica que existe aí.”.

Ao ser questionado sobre o principal aprendizado que pode contribuir para o fomento do setor, o entrevistado retomou sua resposta a uma pergunta anterior, reafirmando a necessidade de que os atores do ecossistema tenham uma visão clara “das fases de desenvolvimento de um negócio e relacionar isso com fases, tipos, ou dispositivo de avaliação”. Segundo ele, esse entendimento poderia contribuir muito para o amadurecimento do campo.

Em relação às suas perspectivas para os próximos 10 anos, o entrevistado enxerga dois cenários antagônicos. Em um deles, fala sobre a possibilidade de os negócios sociais e investimento de impacto serem absorvidos pelo mercado tradicional, por não terem conseguido se provar como um setor específico, fazendo com que esse tipo de investimento fique restrito a alguns gestores, numa espécie de “periferia” de portfólios. Outro cenário, mais otimista, aponta para o amadurecimento do setor nesse período de 10 anos, inclusive na questão conceitual, descrita em parágrafos anteriores, e para a possibilidade de se ter “uma meia dúzia” de casos disruptivos de verdade que sirvam como modelos para o setor.

Em seus comentários sobre essa questão, o respondente disse esperar que daqui a 10 anos haja fundos de investimento com especialistas dedicados a setores específicos, em vez de fundos que investem em vários setores ao mesmo tempo, como saúde, educação, habitação e meio ambiente, e que os gestores desses fundos também estejam mais preparados para contratar avaliações externas para medir impacto social.

4.2.16 Entrevistado 16

Em relação a seu entendimento sobre o que é valor social, o entrevistado respondeu que esse conceito está relacionado a como aumentar “as oportunidades de vida para a população de baixa renda”, oferecendo “melhores oportunidades para todos e, com isso, [conseguindo] maior justiça social, maior acesso à educação, saúde e habitação para uma população que hoje não tem acesso a essas oportunidades.”

Em resposta à possibilidade de os investidores de impacto estarem fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o entrevistado mencionou que “hipoteticamente, essa é a visão”. Para justificar seu comentário, ele mencionou um estudo realizado pela Pipe Social, divulgado em 12 de junho de 2017⁹¹, que apresentou um percentual alto de negócios que responderam não estar medindo o impacto de suas atividades, e mais, de negócios que assinalaram no questionário que não seria importante mensurar tal impacto.

O respondente comentou que é necessário combater a mensagem de que “basta uma intencionalidade” e começar a medir impacto, nem que seja para começar com apenas três métricas. Ele citou organizações do terceiro setor que, ao realizar doação de sopa, por exemplo,

⁹¹ O estudo está disponível em: <<http://www.pipe.social/>>. Acesso em: 03 jul. 2017.

estão ajudando as pessoas, mas podem também estar perpetuando o assistencialismo, uma dependência daquela doação, em detrimento da geração de um resultado positivo no empoderamento das famílias beneficiadas. Nesse sentido, o entrevistado comentou que sua organização está atuando para elevar o nível dessa mensuração de impacto. Em suas palavras, “não basta mais você olhar para assistência ou resultado, você tem que pensar em que medida está gerando impacto de fato.”

Ao comentar sobre a perspectiva do investidor, o entrevistado mencionou que a forma de analisar um negócio varia de acordo com o perfil e experiência do investidor. Por exemplo, se ele é um profissional do mercado financeiro, olhará para o modelo de negócio. Diferentemente, se é alguém que atuou com filantropia, ele fará boas perguntas para saber se, de fato, aquele negócio está impactando a população de baixa renda.

Ao ser questionado se haveria maior maturidade dos investidores ou dos empreendedores com relação a mensuração de impacto, o entrevistado disse que é difícil dizer, mas que, em uma visão otimista, “os dois lados estão querendo avançar”. Ao mesmo tempo, o entrevistado afirma que, se por um lado, em nível global, a mensuração do impacto é algo muito sério para o investidor; no Brasil, mesmo os fundos de impacto que são referência não estão disponibilizando modelos ou formações para o investidor individual ou para *family offices*, que estão sendo recebendo pedidos das famílias de alta renda para buscarem investimentos em negócios de impacto. Assim, nas palavras do entrevistado, “não sinto ainda que está tendo uma formação para o investidor. Eu acho que tem mais formação para o empreendedor.”

É possível inferir de sua resposta que, em razão de muitos negócios sociais não estarem mensurando seu impacto, sequer é possível identificar nesses casos se o aporte de recursos de um investidor de impacto foi relevante para aumentar a geração de valor social do seu negócio.

Com relação à taxa de retorno do investimento, o entrevistado comentou que cada investidor acabará exigindo uma e que não caberia fazer esse tipo de determinação ao campo. No entanto, sua expectativa é que haja investidores que aceitem taxas abaixo de mercado para que o ecossistema de negócios sociais se construa. Segundo o entrevistado, investidores que poderiam se interessar em investir a taxas abaixo de mercado seriam pessoas ou organizações que entendam esse papel de construção do campo ao longo do tempo, bem como entidades do

terceiro setor, como fundações, que estão acostumadas a realizar investimentos sociais sob a rubrica de doação, sem qualquer expectativa de retorno.

Ou seja, as entidades sem fins lucrativos poderiam olhar para o ecossistema de finanças sociais e apoiar alguma iniciativa que tenha capacidade de gerar receita, como uma cooperativa, ou negócio na região de atuação do instituto ou fundação, de modo a ajudar esse negócio a escalar para outro patamar. O entrevistado destacou ainda que esse apoio não precisaria necessariamente ser investimento em dinheiro, uma vez que também poderia se dar por meio de uma prestação de garantia perante uma instituição financeira, o que permitiria que esse negócio tivesse acesso a mais recursos ou a taxas mais baixas de juros.

Em sua visão, as famílias de alta renda atualmente estão aceitando taxas médias de mercado. Porém, há certo temor de sua parte quando investidores o abordam pedindo indicações de negócios que já tenham superado o chamado *break-even*⁹². Segundo ele, tal temor em relação ao aporte de dinheiro em um negócio social por parte de investidores com perfil mais agressivo quanto ao retorno financeiro, se dá por esse investidor se apresentar com uma postura tão agressiva e crítica que, caso seu investimento não seja bem-sucedido, ele possivelmente afirmará algo como “Está vendo? Esse mercado não vale”.

Ao ser questionado se, antes de realizar o investimento, os investidores avaliam o potencial do negócio para geração de valor social, o respondente comentou que há fundos de investimento de impacto, que são referências no mercado, os quais desenvolvem uma teoria de mudança antes de investir naquele negócio. Por outro lado, quando se trata de famílias de alta renda, ele comenta que a análise pré-investimento é muito direcionada pela área de atuação daquele negócio. Ou seja, se a família tem interesse na agenda de educação, há uma identificação com negócios sociais que atuam nessa área e isso muitas vezes é suficiente para atrair esse tipo de investidor.

Quando se trata de investidores que alocam quantias menores de dinheiro por meio de *equity crowdfunding*⁹³, há tanto investidores que buscam avaliar as métricas de impacto disponíveis

⁹² Neste caso, o termo *Break-even* foi utilizado para se referir a negócios que já são sustentáveis do ponto de vista financeiro e estão em condições de distribuir dividendos de forma periódica.

⁹³ Vide explicação na nota de rodapé nº75.

para aquele negócio, quanto aqueles que decidem realizar o investimento por uma identificação com o negócio em si ou com o empreendedor.

Com relação ao monitoramento dessa geração de valor social ao longo do tempo, o respondente destacou novamente que, por um lado, os fundos de impacto que são referência no Brasil realizam esse monitoramento e, por outro, em sua visão, os *family offices* e investidores individuais não teriam conhecimento para acompanhar avaliações de impacto social como acompanham o desempenho financeiro de seus investimentos.

Com relação aos desafios do setor, o respondente mencionou o desafio de medir impacto social e também de atrair recursos financeiros para o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto. Do lado das oportunidades, o entrevistado destacou a possibilidade de desenvolver soluções inovadoras para resolver problemas sociais que sejam escaláveis, escala esta que o entrevistado não conseguiu identificar em sua experiência com iniciativas do terceiro setor. Outra grande oportunidade apontada foi a captação de recursos de outras fontes de capital que não olhavam para impacto social, sob a lógica de que o investimento gera retorno financeiro **ou** impacto social, mas não os dois, como é a proposta dos investimentos em negócios sociais.

Ao ser questionado sobre a principal lição que aprendeu em sua atuação no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto, o entrevistado mencionou que o primeiro aprendizado foi a quebra do paradigma de **ou** impacto social **ou** retorno financeiro, uma vez que, em suas palavras, “negócios podem resolver problemas sociais”. O entrevistado destacou, ainda, que não importa se o modelo jurídico é de entidade sem fins lucrativos ou de empresa – o que importa é ter impacto.

Com relação a perspectivas do setor para daqui a dez anos, o respondente espera que haja professores de negócios sociais em todos os Estados do Brasil e que o investimento em negócios sociais esteja no *mainstream*. Em sua visão, mesmo tornando-se *mainstream*, isso não significará que, daqui a dez anos, qualquer indivíduo poderá ir até os grandes bancos de varejo e exigir que seus recursos financeiros sejam alocados em fundos éticos. Porém, ele acredita que haverá muito mais casos concretos e mais capital alocado para negócios sociais e investimento de impacto, de modo que esse ecossistema estará em outro patamar.

Para que isso aconteça, o respondente entende que não depende de apenas um ator do ecossistema, mas sim de muito mais investidores, muito mais negócios, e intermediários realizando a conexão entre esses dois, além de mudanças na postura do governo para ajudar as organizações a mensurarem impacto, por possuir a escala necessária para essa finalidade, e novas regulações que terão mudado daqui a dez anos. O respondente destacou, também, a importância da comunicação nesse processo, relacionada à necessidade de se trabalhar com narrativas muito estruturadas.

4.2.17 Entrevistado 17

Ao ser questionado sobre o conceito de valor social, o entrevistado afirmou que era a primeira vez que estava ouvindo a expressão. Nesse momento, foi informado ao entrevistado que ele poderia pensar no conceito de impacto, o que foi bem recebido. Assim, o respondente definiu o conceito de impacto como “o retorno para a sociedade além do trivial”, de forma mensurável e não necessariamente para a base da pirâmide. Por trivial, entenda-se geração de empregos, pagamento de impostos etc.

Em sua opinião, os investidores estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, pois eles aplicam questionários de outras entidades intermediárias que realizam medição de impacto, realizam acompanhamentos mensais desse impacto que está sendo causado e participam de decisões importantes dos negócios sociais que envolvem não apenas aspectos econômicos, mas também de impacto social.

Em relação à taxa de retorno do investimento, o respondente entende que é algo que está muito relacionado ao perfil do investidor e não ao negócio social em que se está investindo. Isto é, para aquele investidor cuja motivação é mais financeira, o entrevistado entende que é conveniente trabalhar com um retorno financeiro com base no mercado.

Por sua vez, o investidor cuja motivação não se guia tanto pelo lado financeiro poderia trabalhar com uma taxa menor de retorno, ainda que este seja importante. Em sua visão, esse seria dinheiro que talvez fosse para a filantropia, mas que pode ser alocado para gerar um impacto maior, já que passaria de um dinheiro, em princípio, sem retorno, para um capital que poderia ser investido com o retorno do valor principal ou um pouco acima disso. Porém, em sua opinião, deve haver as duas possibilidades de direcionamento do dinheiro.

Ao ser questionado se o estágio de maturidade do ecossistema brasileiro de finanças sociais seria relevante para essa reflexão sobre a taxa de retorno do investimento, o respondente disse que, em sua opinião, o ecossistema é um componente a ser levado em consideração nessa análise, mas não seria um componente fundamental. Em sua visão, o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto é um ecossistema maduro se comparado a outros países, apesar de não ser comparável ao de países como Estados Unidos e Inglaterra. Como exemplo dessa maturidade, o respondente citou o fato de ter sido criada no Brasil um capítulo da Força Tarefa de Finanças Sociais.

Ao comentar sobre o processo de captação de fundos de investimento, o respondente comentou que apesar de estar difícil para fundos tradicionais e fundos de impacto captar recursos de investidores, sua percepção é que para fundos de impacto estaria um pouco menos difícil em razão do “apelo do impacto”.

Ao ser questionado se estaria havendo um movimento de migração de fundos de *venture capital* tradicionais para se tornarem fundos de investimento de impacto, o respondente comentou que percebe um movimento nesse sentido, porém de apenas dois ou três fundos. Há alguns que continuam sendo fundos tradicionais, os quais, em suas palavras, “não querem [...] nem ter associação com impacto”. Segundo o entrevistado, há também fundos tradicionais que, se perceberem uma oportunidade boa dentro da tese de impacto, estariam dispostos a investir, mas sob a dinâmica de um *venture capital* tradicional.

Para ele, os dois grandes problemas com relação à definição da taxa de retorno seriam: do lado do investidor cuja motivação é mais financeira, as taxas de juros governamentais fazem com que esse investidor exija altas taxas de retorno para assumir riscos. Por outro lado, não há uma cultura de filantropia e doação no Brasil, que poderia atrair maior número de investidores mais motivados pelo impacto social.

Com relação à pergunta focada na possibilidade de os investidores avaliarem se o negócio tem potencial para gerar valor social antes de realizarem o investimento, o entrevistado respondeu que sim, os investidores têm essa preocupação e levam isso para os respectivos fundos de investimento em que são quotistas. No entanto, o entrevistado não soube precisar como é feita essa avaliação prévia.

Ao ser questionado se esse interesse no impacto por parte dos investidores afetava de alguma forma a estruturação da operação de investimento, o respondente comentou que sim, pois os termos da operação acabavam sendo mais amigáveis. Em suas palavras, “ainda que *venture capital* seja construtivo por natureza, eles [os investimentos de impacto] acabam sendo um pouco mais construtivos porque essa equação [de impacto social] está na mesa”. Como exemplo de como a temática de impacto social pode afetar os termos do investimento, o autor citou um caso em que os investidores incluíram alguns *outputs* sociais para realização de novos aportes de investimento.

Sobre o monitoramento da geração de valor social, o respondente comentou que ele existe por parte dos investidores, alguns de forma mais ativa outros menos, mas que tal monitoramento seria realizado especialmente por aqueles que possuem o seu retorno financeiro atrelado ao impacto social gerado pelos negócios sociais investidos. No caso de fundos de investimento, normalmente essa regra é estabelecida no regulamento do fundo registrado na CVM. Nesses casos, haveria um monitoramento com maior precisão e detalhe, se comparado com investidores que, apesar de olharem para impacto social, não tem o retorno financeiro vinculado a métricas de impacto social.

Como desafios para o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no Brasil, o entrevistado destacou que o primeiro deles é o tempo, no sentido de que o ecossistema ainda é muito novo. Nesse sentido, o respondente destacou que, no caso dos fundos de investimento que estão olhando para impacto social, muitos captaram recursos pela primeira vez - são “*first time fund*”, na expressão em inglês utilizada pelo respondente, e que nos próximos fundos já terão mais recursos sob administração para serem investidos.

Outro desafio é ter melhores empreendedores, com pessoas mais maduras, especialmente que sejam capazes de gerar mais inovação. O terceiro desafio apontado pelo entrevistado e que, em sua visão, talvez seja o maior de todos, é trazer mais dinheiro para o setor, não apenas para fundos de investimento, mas dinheiro para empreendedores, de investidores-anjo, do governo, de institutos e fundações, de intermediários e participação das corporações, não apenas como investidores de negócios sociais (por meio de *corporate venture capital*, por exemplo), mas especialmente como influenciadoras de seus institutos. Na visão do entrevistado, as corporações funcionariam mais como influenciadores do que como executoras de iniciativas de investimento de impacto.

Já em relação às oportunidades para o setor, o entrevistado destacou o tamanho do mercado brasileiro como uma grande oportunidade de se ganhar dinheiro – em sua visão, há um “oceano azul aí”⁹⁴. Outra é a oportunidade de mudar a forma e a cultura de se fazer negócio no país, gerando uma influência positiva nos demais negócios, para que todos passem a olhar para o viés de impacto social e não apenas para o retorno financeiro.

Como aprendizado, o respondente mencionou que participar do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto fez com que ele mudasse sua forma de pensar e olhar para o mundo, bem como sua percepção de como as coisas têm que ter mais impacto. Essa mudança fez com que ele olhasse de forma diferente para dentro de sua organização, para o modo como poderia melhorar a vida de sua equipe, por exemplo. Em sua atuação com clientes, terceiros e até em processos de negociação, essa mudança na forma de enxergar o mundo fez com que passasse a ter uma postura mais amigável e equilibrada com o objetivo de que as operações de investimento em que estava envolvido se concretizassem, por exemplo.

Como perspectivas do setor para os próximos dez anos, o respondente acredita que o ecossistema estará maior e muito melhor do que hoje, com alguns fundos de investimento tendo conseguido vender suas participações nos negócios sociais de forma exitosa (as chamadas “saídas”, no jargão do mercado de *venture capital*), com mais histórias tristes e felizes, com mais recursos e com mais empreendedores. Em sua visão, haverá um aumento na participação de *family offices* nesses investimentos, pois ele já enxerga um movimento nesse sentido.

Ao ser questionado se os grandes bancos de varejo estarão oferecendo produtos de investimento de impacto para a população em geral, o entrevistado respondeu que, em sua opinião, os bancos já se veem participando desse movimento ao oferecer créditos em linhas de capital de giro a pequenos empresários a taxas subsidiadas. Essas taxas apenas talvez sejam menores daqui a dez anos, mas em razão do próprio contexto econômico-político que estará melhor do que o atual, segundo o entrevistado.

Ainda com relação à atuação dos grandes bancos de varejos daqui a dez anos, ele acredita que certamente haverá uma linha de produto para clientes de alta renda, que queiram “fazer a

⁹⁴ Em referência ao conceito trazido por Kim & Mauborgne, que afirma que, em contraste aos oceanos vermelhos, onde os produtos se transformam em commodities e a disputa por mercado é muito cruel, os oceanos azuis “se caracterizam por espaços de mercado inexplorados, pela criação de demanda e pelo crescimento altamente lucrativo” (2005, p. 4).

diferença”, mas o respondente não sabe dizer se haverá produtos para a população em geral. Em sua análise, atualmente não há qualquer tipo de produto relacionado a negócios sociais e investimento de impacto, pois esse tipo de investimento não seria *mainstream* ainda.

4.2.18 Entrevistado 18

Com relação ao significado de valor social, o respondente afirma que ele é “todo impacto, toda mudança, toda transformação que eleve a dignidade, qualidade de vida, a dignidade de uma família em comunidade.” Afirma, ainda, que “é o ser humano no centro. Essa centralidade no ser humano é a essência da nossa tese de impacto.”

Para o entrevistado, esse impacto pode atingir o ser humano em diversos aspectos, como saúde, habitação, saneamento e acesso à energia. A essência da atividade de sua organização seria “destravar acessos para qualificar a vida”. Outros elementos que apareceram na resposta do entrevistado foram empoderamento e protagonismo, de modo a permitir que as pessoas façam escolhas mais conscientes. Segundo o entrevistado, o objetivo final seria o de remover barreiras – econômicas, políticas e sociais – para que essa pessoa atinja uma cidadania plena.

Ao ser questionado se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social, o respondente comentou que poderia comentar com relação aos investimentos que sua organização realizou, mas não dos investidores de forma geral, pois não teria informação suficiente para fazer essa avaliação.

Isto posto, o respondente comentou que consegue enxergar que sua organização está atuando, seja como investidora ou apoiadora de negócios sociais, para reduzir o risco de os negócios sociais darem errado e ampliar suas chances de sucesso. O fracasso desses negócios é o pior que poderia acontecer, pois, na visão do respondente, a solução para problemas sociais passará necessariamente pelo setor privado, pelos negócios sociais, uma vez que tanto o setor público quanto o terceiro setor possuem extremas limitações de sustentabilidade financeira.

Para o entrevistado, ao ampliar as chances de sucesso dos negócios sociais que acompanham, sua organização dá condições para que os empreendedores realizem suas atividades de forma bem-feita, de modo a resolver grandes problemas de políticas públicas e de questões sociais, por meio de uma solução que é sustentável do ponto de vista financeiro. O respondente entende

que até pode haver recursos públicos ou de filantropia para apoiar esses negócios sociais, mas tais recursos não podem ser a base de sustentação financeira desses negócios. Caso sejam, tais negócios não conseguirão gerar modelos replicáveis e escaláveis.

Para o respondente, o grande desafio do setor de negócios sociais e investimento de impacto é criar um mercado, não necessidades, pois estas são latentes. As necessidades seriam justamente os problemas sociais enfrentados pela população brasileira. Nas palavras do entrevistado, “onde não existe mercado e existe assimetria, existe oportunidade para o agiota”. Ou seja, caso não sejam desenvolvidos modelos de negócios financeiramente sustentáveis e que consigam combater problemas sociais, a população atingida por esses problemas acabará pagando mais caro por soluções, produtos e serviços comercializados com o objetivo de superar aquela barreira.

Com relação à taxa de retorno sobre o investimento, o entrevistado entende que essa taxa depende do nível de maturidade do negócio. Para um negócio em estágio inicial, que ainda está em fase de teste de seu produto, não faz sentido exigir uma taxa média de mercado, segundo o respondente. Por outro lado, para negócios mais maduros, que estão em fase de captação de capital semente, uma taxa de retorno razoável seria algo em torno da taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário)⁹⁵. Para negócios que estejam ainda mais maduros, próximos de captar recursos de um fundo de *venture capital*, seria possível exigir taxas mais competitivas de mercado.

Em sua percepção, no entanto, há investidores que, além de exigir participação no capital social do negócio social, estão exigindo taxas elevadas de retorno. Para o entrevistado, isso representa colocar o capital no centro e não o ser humano, o empreendedor, algo que não seria sadio para o ecossistema. Apesar disso, o respondente destaca que o grande problema do campo está na ausência de projetos e negócios em volume e qualidade suficiente para que fundos de *venture capital* possam realizar um bom trabalho. Isso pode ser evidenciado pelo número elevado de negócios analisados em relação ao número de investimentos realizados. Segundo o entrevistado, seriam analisados mil negócios, para realização de cinco investimentos.

⁹⁵ Valor da taxa CDI em 07 jun. 2017: 13,25%, acumulado de 12 meses, segundo site do Valor Econômico.

Outro ponto destacado pelo entrevistado se relaciona ao tempo de retorno do investimento. Nas palavras do respondente, “a paciência desse capital é fundamental”. Ou seja, não é possível realizar um investimento como capital semente no segundo ano de uma empresa e ter a expectativa de vender sua participação a um fundo de *venture capital* depois de três anos e obter uma taxa altíssima de retorno. Na opinião do respondente, isso não vai acontecer.

Ainda sobre essa questão, o respondente ressaltou que talvez o maior desafio do campo seja explicar para os investidores que gerar impacto social positivo custa, e que esse custo estará refletido na taxa de retorno. Na visão do respondente, uma reflexão que deve ser feita sobre este ponto é “será que esse lucro gerado pelas empresas que não olham para impacto apenas para maximização de lucro é lucro real ou é uma apropriação indevida de um passivo social? Esse é o ponto, porque elas estão gerando externalidade negativa”.

Ao ser indagado se o fato de o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto ser algo ainda novo no Brasil é relevante para a definição da taxa de retorno sobre o investimento, o entrevistado disse que, em sua visão, o estágio do ecossistema não tem relação com a taxa de retorno.

Já em relação à análise de impacto pré-investimento, o entrevistado mencionou que, no âmbito de sua organização, em razão do estágio de maturidade dos negócios sociais que ela apoia, não é exigido que o negócio apresente avaliação de impacto. O que se exige é uma teoria de mudança, uma tese de impacto, que explique a estratégia daquele negócio para gerar impacto social.

Após o investimento, o que é feito é um refinamento dessa tese de impacto, mas não uma mensuração do impacto social. Para o entrevistado, seu sonho e de sua organização é que o empreendedor já chegue com essa tese de impacto e teoria de mudança prontos, tal como ocorre atualmente com a vertente financeira. Nas palavras do respondente, “nunca nenhum empreendedor chegou aqui me explicando que ele precisa dar lucro”.

Ao atingir um estágio mais maduro, o entrevistado entende que uma avaliação de impacto poderia ser contratada, mas, antes disso, em sua visão, o empreendedor que está buscando garantir sua sobrevivência não tem como tirar dinheiro de sua operação para contratar uma avaliação de impacto. O entrevistado comentou que, em alguns casos, o que acontece é um

instituto ou fundação arcar com o custo dessa avaliação, ou até mesmo um investidor que, por exigir essa avaliação mais robusta de impacto, acaba cofinanciando esse estudo para avaliação de impacto do negócio.

Quando questionado se os investidores de impacto de forma geral estão monitorando o impacto social dos negócios em que investiram, o entrevistado mencionou que ele não teria condições de dar uma opinião nesse sentido, mas que ele vê que há declarações de que alguns seguem o GIIRS ou outras metodologias.

Para os investidores que investiram nos negócios apoiados por sua organização, o entrevistado comentou que são enviados relatórios periódicos e que as exigências e questionamentos feitos por esses investidores variam muito. Há investidores que investiram simplesmente por acreditarem na tese e não estão muito preocupados com retorno financeiro, outros que buscam entender com profundidade as premissas financeiras, e também aqueles que pedem para fazer uma visita no campo, para conhecer na prática as atividades daquele negócio social.

Sobre os desafios do ecossistema, o entrevistado destacou que o principal desafio é cultural, o qual está relacionado ao fato de que é necessário que todos percebam que cada um tem sua cota-parte na construção do mundo. Para ele, não se deveria estar falando em “negócios” e “negócios de impacto”. Em sua visão, todos os negócios deveriam gerar externalidades positivas. Em suas palavras, “quando a gente qualifica, é porque não está gerando [impacto social positivo]”. Segundo seu raciocínio, negócios que geram externalidades negativas deveriam ser mitigados.

Com relação a oportunidades, o entrevistado destaca que não existe problema de demanda nesse setor. Em suas palavras, “é o sonho do empreendedor”. É um “sonho”, pois, a partir de dados de relatórios disponíveis no mercado, o entrevistado apontou que, das 620 milhões de pessoas na América Latina, aproximadamente 420 milhões pertencem à base da pirâmide, um mercado de 750, 800 bilhões de dólares. Para ele, não haveria problema de demanda, mas sim de oferta. E complementa afirmando que, em vez de as empresas disputarem a venda de televisores com uma polegada a mais ou a menos, há oportunidade para que se dediquem a resolver um problema que importa.

Ao comentar sobre a principal lição aprendida, o entrevistado reforçou a importância de se colocar o ser humano no centro – “o que é digno para você é digno para o outro, por que o outro

tem que ter menos?”. Ele destaca, ainda, que é necessário ter mais humildade do que certeza, para entender que a verdade está na comunidade, na criança que não tem acesso a serviços básicos. É necessário desenvolver empatia nesse sentido e criar soluções para essas pessoas, e não o que é ideal para quem está pensando e desenvolvendo a solução.

Sobre perspectivas para o setor nos próximos 10 anos, o entrevistado entende que esse movimento de negócios sociais é um caminho sem volta, mas talvez não avance na velocidade desejada. Ele citou como exemplo desse movimento a quantidade de executivos que procuram sua organização em busca de propósito de carreira, pois se deram conta de que as organizações onde trabalham não têm nenhuma conexão com o que acreditam. Ao ser questionado se essas mudanças já terão atingido grandes bancos de varejo, de modo a oferecer produtos para investimentos de impacto à população em geral, ele disse ser cético nesse ponto e que não sabe se esse período de 10 anos será tempo suficiente para uma transformação cultural dos grandes bancos. Ele diz acreditar mais em soluções desintermediadoras e disruptivas, que venham de fora dessas corporações.

5 DISCUSSÃO CONSOLIDADA DOS RESULTADOS

Neste capítulo, o conteúdo das entrevistas apresentadas no capítulo anterior será analisado para identificar diferenças e semelhanças nas percepções entre os grupos de atores e entre cada um dos respondentes em relação às perguntas do roteiro de entrevista.

As respostas às perguntas que integraram o bloco um do roteiro de entrevista, por estarem relacionadas apenas à identificação do autor, já foram apresentadas no item 4.1 desse trabalho e não serão abordadas neste capítulo.

A organização das análises está dividida conforme matriz de amarração apresentada no item 3.8 deste trabalho, qual seja: 1) significado de valor social; 2) se os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social; 3) taxa de retorno sobre investimentos de impacto; 4) avaliação de potencial de impacto realizada pelos investidores antes do investimento e monitoramento do impacto realizado pelos investidores após o investimento; 5) desafios; 6) oportunidades; 7) aprendizados; e 8) perspectivas em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto.

As respostas às perguntas 1 e 2 do bloco 2(a), geração de valor social, serão analisadas à luz do referencial teórico discutido no capítulo 2, itens 2.6 e 2.6.1. A pergunta 3 do mesmo bloco, relacionada à taxa de retorno do investimento, bem como as perguntas do bloco 2(b) - avaliação de potencial de impacto e monitoramento - e do bloco 3 - desafios, oportunidades, aprendizados e perspectivas do setor -, serão analisadas, sempre que possível, à luz do relatório da ANDE de agosto de 2016, analisado no item 1.4, do capítulo 1 deste trabalho.

O bloco 2(b) foi o único com perguntas adaptadas a cada grupo de ator do ecossistema de finanças sociais. Para os atores do grupo de oferta de capital, as perguntas foram relacionadas à avaliação feita pelos três entrevistados desse grupo nos momentos: (i) anterior à realização do investimento, para identificar o potencial de geração de valor social do negócio; e (ii) ao longo do investimento, para verificar se o negócio em que investiram estava gerando valor social.

Para os sete entrevistados do grupo de demanda de capital, as perguntas foram direcionadas à avaliação feita pelos investidores em relação ao seu negócio antes de realizarem o investimento, e à maneira como é feito esse monitoramento pelos investidores após a realização do

investimento, para verificar se os negócios estão gerando valor social. Para os negócios que não receberam investimento, as perguntas buscaram entender como eles estão sendo financiados, quais as percepções dos empreendedores sobre como foi esse processo, caso do entrevistado 9, ou como seria esse processo de avaliação pré-investimento conduzida por investidores, caso do entrevistado 10.

Por fim, para os oito atores do grupo de intermediários as perguntas direcionadas buscaram captar as percepções em relação às avaliações feitas pelos investidores no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto de forma geral. Para aqueles que atuam como plataforma de investimentos (entrevistados 11, 12, 13 e 18), ainda que em conjunto com outras atividades, os entrevistados responderam às perguntas de acordo com as práticas de suas organizações.

5.1 Significado de valor social

O primeiro ponto relevante que vale destacar da análise das dezoito entrevistas é que cada entrevistado possui uma compreensão própria sobre o que é valor social, o que reforça a reflexão de Portocarrero & Delgado, que enxergam o conceito como algo complexo e multidimensional (2010, p. 326).

Sobre a complexidade desse conceito, o entrevistado 13 chegou a comentar “você vai ver (...), cada um vai falar uma coisa”. O entrevistado 17 do grupo de intermediários comentou inclusive que era a primeira vez que ouvia o termo “valor social”, e acabou expondo seu entendimento sobre o que era impacto. O entrevistado 3 do grupo oferta de capital também falou sobre impacto em vez de valor social, por acreditar que o termo “social” vem carregado de uma ideologia prevalecente no terceiro setor, que sugere filantropia e capital subsidiado. O entrevistado 12, por sua vez, ao ser questionado sobre o significado de valor social, respondeu: “A gente olha para impacto, o valor social no termo aí que você está usando (...)”.

Isso demonstra que, para o setor, parece não estar clara a diferença entre valor social e impacto social. Tal como defendido por Khandker et. al., só se pode falar em impacto com o isolamento dos efeitos da iniciativa ou da intervenção realizadas, sendo essa a questão mais importante na avaliação de impacto (2010, p. 4).

Além das entrevistas mencionadas nos parágrafos anteriores, a complexidade desse conceito pôde ser notada também por parte de outros entrevistados. O entrevistado 5 assim se expressou: “[é um conceito] tão amplo que eu acho que vou preferir falar um pouco do [nome do negócio] mesmo”. O entrevistado 7 colocou da seguinte forma: “é difícil falar disso, eu vou dizer o que a gente entende, (...) o que nós queremos fazer e o que nós acreditamos”.

As seguintes expressões apareceram logo no início da resposta a esse questionamento: “boa pergunta” (entrevistado 2); “essa é uma boa pergunta, acho que nunca ninguém me perguntou isso” (entrevistado 4); “é difícil isso” (entrevistado 14); “ótima pergunta essa daí viu? Eu acho que ela é uma expressão muito genérica, assim, muito perigosa, entendeu? Ela pode significar nada, por um lado” (entrevistado 15); “pergunta profunda” (entrevistado 16); “essa é uma ótima pergunta. Filosófica” (entrevistado 10).

Essa complexidade e dificuldade na definição do termo valor social - ou impacto social, para aqueles que preferiram utilizar esse termo em suas respostas - foi, inclusive, levantada pelo entrevistado 13 como um desafio à abordagem de potenciais investidores. Em sua opinião, “o setor ainda não conseguiu dizer para uma audiência ampla o que é impacto”. Ele também acredita que, além de dificultar a captação de recursos para o ecossistema, gera-se uma desconfiança de que as operações de investimento de impacto possam ser utilizadas como uma espécie de *green washing* ou *social washing*.

Esse mesmo ponto foi levantado por um ator do grupo de oferta de capital (entrevistado 2) ao pontuar que ainda há investidores que enxergam o investimento de impacto como uma forma de *green washing*. Ou seja, segundo esse entrevistado, o discurso é algo como: “vou ganhar dinheiro com investimentos tradicionais, e aí, como uma espécie de compensação, eu direciono um pouco dos meus recursos para investimento de impacto”.

Da análise das respostas a esta pergunta, nota-se que dois atores do grupo de intermediários (14 e 18) trouxeram de forma expressa o elemento da liberdade em seu entendimento sobre valor social, pois acreditam que as pessoas possam realizar suas escolhas de forma mais consciente, seguindo as ideias de Amartya Sen (2010, p. 29). O entrevistado 14 afirmou que desde o início das atividades de sua organização o conceito de Amartya Sen é utilizado.

É interessante observar que, ao serem questionados sobre o que entendem por valor social, todos os sete entrevistados do grupo de demanda de capital responderam com base nas atividades realizadas por seu negócio, sendo que quatro o fizeram de forma expressa (5, 7, 8 e 9) e os demais (4, 6 e 10) de forma indireta, mencionando também outros aspectos que extrapolavam a atuação de suas organizações. Dentre os demais atores, apenas o entrevistado 12, do grupo de intermediários, relacionou sua resposta à atividade de sua organização, de forma expressa.

Considerando a própria complexidade do conceito descrita anteriormente, pode-se inferir que parece ser difícil para os empreendedores ou executivos desses negócios, por estarem muito envolvidos no dia a dia da operação, não relacionarem o significado de valor social com as atividades do negócio em que trabalham.

Com o objetivo de identificar os elementos de valor social mencionados pelos respondentes à luz do *framework* de geração de valor social proposto por Comini (2016, p. 52), a Figura 9 abaixo foi elaborada, incluindo o número do entrevistado que fez referência àquela dimensão e o total de referências observadas abaixo de cada uma das nove dimensões.

Para elaboração da Figura 9, o conteúdo integral das entrevistas foi analisado, pois não necessariamente os elementos de geração de valor social foram mencionados em resposta à pergunta sobre o significado de valor social. Ocorreu de, ao longo da entrevista, alguns respondentes acabarem mencionando elementos novos sobre valor social que não haviam sido expostos na pergunta específica sobre esse assunto.

O elemento “valorização do espaço físico das comunidades”, mencionado pelo entrevistado 9, foi inserido na dimensão “Cidadania” em razão dessa valorização, a partir da descrição do entrevistado e da análise deste autor, gerar maior visibilidade e dignidade para a população de baixa renda, conforme descrito por Portocarrero & Delgado (2010, p. 327).

Em alguns casos não foi possível relacionar, de forma precisa, parte das definições trazidas pelos respondentes a um dos aspectos específicos do *framework* de Comini (2016, p. 52), seja em razão da resposta do entrevistado ter sido muito ampla - como no caso do entrevistado 12 que citou a “resolução dos problemas socioambientais mais agudos” -, ou em razão deste autor

não ter conseguido estabelecer uma relação imediata entre os elementos trazidos pelo entrevistado e as dimensões constantes no *framework*.

Isso ocorreu com elementos relacionados à segurança, à paz e à diminuição dos índices de violência trazidos pelos entrevistados 2 e 6, 10 e 5, e 10, respectivamente. Nos casos em que o entrevistado mencionou frases como “melhoria nas condições de vida”, caso das entrevistas 3, 6 e 11, este elemento foi considerado na dimensão “capital humano”.

Dada a relevância para esta pesquisa, transcreve-se a seguir trechos citados pelos entrevistados 2, 5 e 10, respectivamente, que se relacionam à segurança: “eu acho que tem questões ligadas à moradia, à educação, à saúde, à **segurança**, que são várias as maneiras de eu gerar valor social”; “tudo o que o aumento de educação de um bairro traz para esse bairro (...) então **diminui violência**”; “respeito a todas as formas de vida, igualdade social e econômica, democracia, **paz, não violência** e integridade ecológica. Quando você me pergunta o que é valor social (...), tem a ver com esses quatro pilares (...)”.

Ainda com relação à segurança, a reflexão feita pelo entrevistado 6 foi:

(...) lucro e valor social, impacto social, podem caminhar juntos, e cada vez ampliar mais isso para outras áreas, não só educação, moradia e saúde. Então **segurança** também é outra área bastante crítica. Por exemplo, os **presídios**, por que não fazer um **presídio** com participação também, com investimento de impacto?

Em razão de valores sociais relacionados à segurança terem aparecido nas respostas de quatro entrevistados, um do grupo oferta de capital e três do grupo de demanda de capital, a reflexão que este autor coloca é se seria necessária a inclusão de uma dimensão adicional às nove dimensões do *framework* de Comini (2016, p. 52) ou se os elementos de segurança poderiam ser relacionados à dimensão “cidadania”, por implicar no reconhecimento de um direito, inclusive previsto na Constituição Federal⁹⁶. Para os fins deste trabalho, o elemento segurança foi incluído na dimensão “cidadania”.

Feitas as observações acima, tem-se a seguir o *framework* de Comini (2016, p.52) com a análise dos elementos mencionados pelos entrevistados:

⁹⁶ Nos termos dos Artigos 5º e 144 da Constituição Federal, é dever do Estado garantir a segurança dos cidadãos.

Figura 9 - Percepções dos entrevistados sobre valor social

FONTE: Elaborado pelo autor a partir do *framework* de Comini (2016, p. 52)

Note-se que as dimensões que receberam o maior número de referências foram “capital humano” e “cidadania”. Foram 11 os entrevistados que mencionaram elementos relacionados a cada uma delas. Em seguida, a dimensão “capital social” foi a mais citada, com 8 referências.

Na análise da figura acima se observa que a dimensão “reúso de materiais” não obteve nenhuma referência. Embora os entrevistados 2, 9 e 18 tenham mencionado a atividade de reciclagem de materiais ao longo de suas falas, em nenhum momento esse elemento foi relacionado ao entendimento sobre valor social.

Ao responder à pergunta sobre oportunidades, o entrevistado 2 mencionou que em algum momento no futuro o consumidor poderá escolher pagar um pouco mais caro por um produto se ele for feito a partir de um **resíduo reciclado**. O entrevistado 9, por sua vez, ao responder a

mesma pergunta, mencionou que uma das oportunidades é desenvolver negócios que trabalhem com **reciclagem de lixo**. Já o entrevistado 18 citou que apoia um negócio social que trabalha com **reciclagem**.

Da análise da Figura 9 e das três entrevistas acima pode-se inferir que, mesmo para aquelas pessoas que pensam sobre reciclagem ou já apoiam empresas desse setor, o tema de reciclagem de materiais e gestão de resíduos sólidos não é visto pelos entrevistados como elementos de geração de valor social. Em razão disso, pode ser que haja oportunidades ainda inexploradas nesse setor ou, por outro lado, algum tipo de dificuldade específica a essas atividades que pode ser objeto de pesquisas futuras.

Diante da análise das entrevistas, em relação ao significado de valor social - compreendido como sinônimo de impacto social por alguns entrevistados -, nota-se que há uma necessidade de que este conceito seja mais divulgado para garantir um entendimento com um mínimo de convergência entre os diversos atores do ecossistema. Esse esclarecimento poderá, inclusive, trazer mais clareza para potenciais investidores sobre o que significa gerar valor social por meio de investimentos de impacto e, com isso, potencializar a alocação de recursos para o ecossistema brasileiro de finanças sociais.

5.2 Os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? Caso sim, como?

Após análise das dezoito entrevistas, o Quadro 8 foi elaborado. Ele apresenta a resposta dos entrevistados a essa pergunta em relação aos investidores de impacto de forma ampla e em relação à percepção sob o ponto de vista específico (i) do seu negócio, no caso de atores do grupo de demanda de capital, que receberam investimento de impacto; e (ii) dos negócios em que investiram, seja como atores do grupo oferta de capital ou do grupo de intermediários.

O roteiro de entrevista contemplava essa pergunta apenas em sentido amplo. No entanto, após algumas entrevistas, ao notar que alguns entrevistados respondiam a essa pergunta se baseando no seu próprio negócio, passou-se a incluir nas entrevistas subsequentes uma pergunta específica, relacionada à organização do entrevistado. Essa é a razão de não haver informações sobre essa pergunta para os entrevistados 11 e 14. Nas entrevistas 15, 16 e 17, a pergunta

específica não foi feita, pois os entrevistados eram atores do grupo de intermediários, que não realizam aportes de recursos para negócios sociais como fazem os atores que atuam como plataformas de investimento, por exemplo.

As classificações **impacto financeiro** e **impacto de sinalização** foram extraídas do artigo de Brest et al. (2016), que trata especificamente do modo como os investidores podem gerar valor social a partir de seus investimentos. Para os referidos autores, esses são os dois tipos de impacto que podem ser causados por meio da alocação de recursos socialmente motivada, conforme abordado no item 2.6.1, do capítulo 2.

Quadro 8 - Investidores de impacto gerando valor social por meio dos seus investimentos (continua)

Os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social?				Como?	
Entrevistado		De forma ampla	Específica a sua organização ou atuação	Impacto Financeiro	Impacto de Sinalização
Oferta de Capital	1	Não sabe dizer.	Sim.	Taxa abaixo de mercado (doação).	Não mencionado.
	2	É o desejo, mas não sabe dizer se está acontecendo por ainda não haver dados suficientes de impacto dos negócios.	Sim.	Ajuda no processo de escolha dos investimentos, acompanhamento dos negócios.	Participação em comitês de investimentos e divulgação do investimento de impacto para outros investidores.
	3	Não. Muito “micromanagement”, visão romântica de impacto e relação de dependência com o negócio investido.	Sim.	Taxa abaixo de mercado (subvenção). Acesso a novas redes de relacionamento e exposição para novas rodadas de captação.	Não mencionado.
Demanda de Capital	4	Não dá para saber, pois negócios sociais no Brasil estão ainda em fase de “provação”.	Sim.	Para seu negócio: assessoria em aspectos de gestão do negócio.	Não mencionado.
	5	Não dá para saber. O investidor ainda investe com base em alinhamento de valor ou com base no perfil do empreendedor. Não há tantas métricas boas e “os negócios não têm tempo para isso”.	Sim.	Para seu negócio: melhoria do negócio em termos de eficiência, escala e efetividade.	Não mencionado.
	6	De forma hipotética, sim. O dinheiro do investidor faz com que a empresa consiga ganhar escala.	Sim.	Para seu negócio: mais profissionalismo na gestão, criação de uma cultura empresarial e aumento de escala do negócio.	Não mencionado.
	7	Não sabe dizer, pois investimento em negócios de impacto é algo ainda muito novo no país – empresas e fundos estão aprendendo a lidar com isso.	Sim.	Para seu negócio: apresentação de novas oportunidades e mais conhecimento.	Não mencionado.
	8	Não sabe dizer, pois não está acompanhando o assunto de perto.	Sim.	Para seu negócio: maior escala do negócio, apoio financeiro, assessoria estratégica, rede de relacionamentos, articulação política e articulação em temas regulatórios.	Não mencionado.
	9	Não sabe dizer, pois teve apenas contato inicial com dois investidores para captação.	Não se aplica. Negócio não recebeu investimento.	Para seu negócio: não se aplica. Entrevistado não está buscando investimento.	Entrevistado não sabe dizer.
	10	Não sabe dizer, pois não está acompanhando o assunto de perto. Empreendedor está buscando captar recursos nesse momento.	Não se aplica. Negócio não recebeu investimento.	Expectativa para seu negócio: apoio financeiro e que os investidores contribuam em discussões estratégicas e novas redes de relacionamento.	Entrevistado não sabe dizer.
	11	Fora do país, sim. No Brasil, apenas alguns fundos de investimento tidos como referência.	Não foi questionado.	Para Brasil e exterior: Contribuições para melhoria do negócio e acesso a novas redes de relacionamento.	Apenas para fora do Brasil - participação em reuniões deliberativas para propor a exclusão de investimentos que não estejam alinhados com impacto social.

FONTE: Elaborado pelo autor a partir de Brest et al. (2016)

Quadro 8 – Investidores de impacto gerando valor social por meio dos seus investimentos (conclusão)

Os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social?			Como?		
Entrevistado		De forma ampla	Específica a sua organização ou atuação	Impacto Financeiro	Impacto de Sinalização
Intermediários	12	Hipoteticamente sim, quando há um alinhamento entre investidor e empreendedor em relação à intencionalidade de impacto social. Se não há esse alinhamento, a capacidade de melhorar a geração de valor social é praticamente zero.	Sim.	Para negócios apoiados pela organização do entrevistado: assessoria estratégica.	Não mencionado.
	13	Acredita que sim, pois à medida que o investidor aloca seus recursos com a visão de impacto social positivo, algum valor social está sendo gerado com isso.	Acredita que sim, mas ainda é cedo para dizer se haverá uma expansão de escala nos negócios apoiados por sua organização para que o valor gerado seja substancial.	Para negócios apoiados pela organização do entrevistado: melhoria na governança e maior disciplina na gestão do negócio.	Não mencionado.
	14	Sim, para investidores que desde sua origem atuam como investidores de impacto. Tem dúvidas em relação a investidores que não atuavam com investimento de impacto, mas passaram a atuar recentemente.	Não foi questionado.	Assessoria estratégica, viabilização de mensuração de impacto e assessoria para criação de teorias de mudança.	Proposição de pautas nos órgãos de governança.
	15	Ainda é cedo para dizer, mas os fundos de investimento tidos como referência no Brasil, ao realizar investimentos em negócios de impacto, transmitem a mensagem ao mercado de que é um caminho possível.	Não se aplica.	Não foi mencionado.	Os fundos de investimento de referência, quando realizam investimentos em negócios de impacto, transmitem a mensagem ao mercado de que esse é um caminho possível.
	16	Hipoteticamente sim, mas o entrevistado comentou que ainda há muitos negócios que não estão mensurando impacto, inclusive negócios que não acham isso importante.	Não se aplica.	Apenas para fundos de investimento tidos como referência no Brasil: assessoria para criação de teorias de mudança e apoio na mensuração de impacto dos negócios.	Não foi mencionado.
	17	Investidores profissionais, certamente.	Não se aplica.	Participação em decisões estratégicas (de natureza financeira e de impacto social); apoio na mensuração de impacto dos negócios.	Não foi mencionado.
	18	Não sabe dizer, por não ter informação suficiente.	Sim.	Assessoria estratégica.	Não foi mencionado.

FONTE: Elaborado pelo autor a partir de Brest et al. (2016)

A resposta “não sei dizer” foi a que prevaleceu entre os entrevistados ao responderem se os investidores de impacto, de forma geral, estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social. Essa resposta apareceu na fala de dez respondentes (1, 2, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 15 e 18), e o principal motivo exposto para justificá-la foi que o ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil era ainda muito recente e os negócios estavam ainda em fase de “provação”, expressão utilizada pelo entrevistado 4. Além dele, os entrevistados 2, 5, 7 e 15 utilizaram a mesma justificativa.

O entrevistado 16, em certa medida, também poderia ser incluído na contagem acima, uma vez que respondeu “hipoteticamente sim” e, na sequência, comentou sobre o baixo número de negócios que mensuram seu impacto, inclusive por não acharem relevante tal mensuração. O entrevistado se baseou na pesquisa realizada pela Pipe Social⁹⁷ para mencionar essa informação. A partir da sua resposta é possível inferir que, apesar de “hipoteticamente sim”, talvez seja cedo para dizer se os investidores estão potencializando a geração de valor social dos negócios em que investiram, pois ainda são poucos os que medem o impacto social de suas atividades.

Interessante notar que apenas o entrevistado 3, do grupo de oferta de capital, respondeu que os investidores de impacto não estão fazendo com que as empresas em que investiram gerem mais valor social. Em sua resposta, esse entrevistado citou os seguintes elementos como justificativa para sua percepção: a) os investidores de impacto estão fazendo muitas exigências e dando uma atenção excessiva a detalhes (*micromanagement*, na expressão em inglês utilizada por ele); b) o fato de vincular métricas de impacto social à remuneração do gestor do fundo seria um incentivo para a criação de indicadores, que nem sempre refletem a realidade; c) excesso de métricas de impacto exigidas pelos investidores; e d) criação de dependência do negócio ao capital do investidor.

É importante destacar que a prática descrita no item “b” acima, de vincular métricas de impacto social à remuneração do gestor do fundo, criticada pelo entrevistado, é justamente um dos conselhos trazidos por Brest et al. (2016) na conclusão de seu artigo. Nas palavras dos autores, “um forte sinal de que o *general partner*⁹⁸ está comprometido com o impacto social assim como com os retornos financeiros é que sua remuneração esteja baseada em impacto social, assim

⁹⁷ Pesquisa disponível em: <<http://pipe.social/>>. Acesso em: 03 jul. 2017.

⁹⁸ No Brasil, a figura similar à do *general partner* é a do gestor de um fundo de investimento. O *limited partner* seria o investidor quotista do fundo.

como em retornos financeiros”. Inclusive, os autores mencionam estar ansiosos para saber se há algum fundo que adotou essa dinâmica de remuneração.

Nota-se, portanto, que se trata de um assunto novo com posições opostas, que pode ser explorado com maior profundidade em pesquisas futuras.

Apesar de um alto número de entrevistados não saber responder a essa pergunta em relação aos investidores de impacto como um todo, das onze pessoas que responderam à pergunta específica, direcionada ao seu negócio, dez responderam que sim.

No grupo de atores de demanda de capital, todos os negócios que receberam investimento responderam que sim (4, 5, 6, 7 e 8), que os investidores de impacto estão potencializando a geração de valor social dos seus negócios. O mesmo ocorreu no grupo de atores de oferta de capital (entrevistados 1, 2 e 3). No grupo de intermediários, os entrevistados 12 e 18 entendem que estão gerando valor social nos negócios em que investiram. Quanto aos demais atores deste grupo, entre os que já realizaram investimentos (mas não possuem essa atividade como principal) e os que atuam como plataforma de investimentos, o entrevistado 13 respondeu que acredita que sim, mas que ainda é cedo para dizer se haverá uma expansão de escala nos negócios em que investiu para que o valor gerado seja substancial, e os entrevistados 11 e 14 não foram questionados sobre este ponto e tampouco se manifestaram sobre esse assunto de forma espontânea.

Os elementos mencionados pelos entrevistados que se classificam na categoria **Impacto Financeiro** são os seguintes: recursos disponibilizados a taxas abaixo de mercado (subvenção e doação); ajuda no processo de escolha dos investimentos; mais conhecimento; mais profissionalismo na gestão, formatação de uma cultura empresarial, assessoria estratégica e de gestão; acesso a novas redes de relacionamento; exposição do negócio a novas rodadas de captação; aumento de escala do negócio; apoio financeiro em si; melhoria na governança; viabilização de mensuração de impacto e assessoria para criação de teorias de mudança; articulação política e articulação em temas regulatórios.

Como o entrevistado 10 estava buscando captar recursos para seu negócio no momento da entrevista, o mesmo foi questionado sobre como esses investidores de impacto poderiam agregar valor à sua empresa. Sua expectativa com esses investidores, além do recurso financeiro

em si, é o auxílio deles em decisões estratégicas e no acesso a novas redes de relacionamento que permitam potencializar as atividades do seu negócio. Todos os elementos citados por ele se enquadram na categoria **Impacto Financeiro**.

Por sua vez os elementos de **Impacto de Sinalização** foram mencionados por apenas quatro entrevistados, sendo que o entrevistado 11 destacou que o elemento a que fez referência – a participação em reuniões deliberativas para propor a exclusão de investimentos que não estejam alinhados com impacto social - era comum aos investidores de impacto estrangeiros, mas que, no Brasil, sua percepção era que os investidores eram mais “passivos”. O exemplo trazido pelo entrevistado 11 de um investidor ativista era o de uma fundação que pede ao fundo de investimento responsável pela alocação de seus recursos que realize um desinvestimento de algum negócio que não esteja alinhado do ponto de vista de impacto social.

Sua opinião, portanto, converge para o resultado encontrado de um baixo número de referências a elementos relacionados ao **Impacto de Sinalização**. Os poucos elementos que apareceram nas respostas dos entrevistados foram os seguintes: participação em comitês de investimentos e divulgação do investimento de impacto para outros investidores; participação em reuniões deliberativas para propor a exclusão de investimentos que não estejam alinhados ao impacto social (citado pelo entrevistado 11 como válido apenas para fora do país); proposição de pautas nos órgãos de governança; o fato dos fundos de investimento de referência, ao realizar investimento em negócios de impacto, transmitir uma mensagem ao mercado de que esse é um caminho possível.

Outro ponto relacionado ao perfil do investidor de impacto no Brasil foi trazido pelo entrevistado 9, do grupo de demanda de capital. Apesar de não saber dizer se os investidores estão potencializando a geração de valor social por meio de seus investimentos, o respondente relatou que no início de sua operação participou de duas reuniões para apresentar seu negócio e tentar captar recursos, cada uma com um investidor diferente, mas que em ambos casos a negociação não passou dessa primeira conversa. Nessas ocasiões, o entrevistado disse que teve de responder a um questionário que lembrava muito um questionário de bancos comerciais, que já havia respondido para contratar um empréstimo para sua empresa. Além disso, sentiu que os investidores não tinham um perfil de tomador de risco – “o cara investia no certo”, em suas palavras.

Uma mensagem similar a esta apareceu na fala do entrevistado 2, do grupo de oferta de capital, ao responder à pergunta sobre taxa de retorno do investimento. Ele mencionou que a lógica de investimento de impacto no Brasil, deveria mudar para *venture capital* ainda no curto prazo, pois em sua opinião, os investimentos de impacto deveriam ter a mesma agressividade e disposição a risco que os investimentos típicos de *venture capital*.

Esse mesmo entrevistado relatou que o investimento de impacto ainda é visto, no exagero da expressão, como “café com leite” por certos investidores, inclusive por investidores que já investem em negócios de impacto. Um desses investidores chegou a comentar com ele: “eu ganho dinheiro aqui [investimento tradicional] e eu faço o bem ali [investimento de impacto ou investimento filantrópico], eu não junto as duas coisas.” Em resposta ao comentário do entrevistado, este autor disse “é quase como se [o capital para investimento de impacto] saísse do bolso filantrópico dele”, ao que o entrevistado respondeu: “exatamente”.

Esse comentário converge com a dúvida trazida pelo entrevistado 16, também ao responder à pergunta sobre taxa de retorno do investimento. Ele já questionou alguns investidores se o dinheiro que ele está alocando para investimento de impacto é dinheiro do seu “bolso” de filantropia ou do seu “bolso” de investimentos. A resposta que esse entrevistado ouviu de um investidor específico foi que ele não fazia essa separação; ora doava, ora investia. Superar essa mistura entre filantropia e investimento de impacto foi, inclusive, algo destacado pelo entrevistado 3 como um dos desafios do setor.

O comentário do entrevistado 11 segue essa mesma linha. Ele diz que um investimento que garanta um retorno de 0% ou uma porcentagem abaixo da inflação seria no máximo uma “filantropia melhorada”. Pensar esses investimentos como investimento de impacto seria fazer uma mistura de conceitos.

5.3 Taxa de retorno sobre investimentos de impacto

As respostas dos dezoito entrevistados em relação à taxa de retorno que deve ser exigida pelo investidor de impacto variaram bastante. No entanto, pode-se dividi-las em pelo menos quatro categorias: a) aqueles que relacionam essa taxa ao momento recente do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no país; b) aqueles que relacionam a taxa ao negócio social; c) aqueles que relacionam a taxa ao perfil do investidor; e d) aqueles que entendem que os negócios sociais devem seguir as mesmas taxas de investimentos tradicionais.

A resposta descrita na **categoria “a”** foi a mais citada: foram seis entrevistados no total, sendo dois do grupo oferta de capital (1 e 2), um do grupo de demanda de capital (4) e três do grupo de intermediários (11, 14 e 15). Apesar dos seis entrevistados relacionarem a taxa de retorno ao momento do ecossistema, ao responderem sobre o valor dessa taxa no curto prazo apenas quatro (1, 4, 11 e 14) disseram que essa taxa deveria ser abaixo de mercado. Entre eles, o entrevistado 1 ressaltou que a taxa deve ser abaixo da taxa de mercado apenas para investidores já sensibilizados com a agenda social; para novos investidores deveriam ser apresentados negócios com taxa de retorno acima do mercado a fim de atrair novos públicos para o ecossistema, não tão sensibilizados com a agenda social.

O entrevistado 15, por sua vez, entende que a taxa deveria ser de “média para baixo”, e o entrevistado 2 entende que essa taxa não necessariamente precise ser abaixo do mercado, mas que o capital deva ser mais paciente, pois demorará mais tempo para vir o retorno financeiro. Todos justificam suas posições em razão de o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto estar ainda no início de seu desenvolvimento.

Com exceção do entrevistado 4, todos os demais (1, 2, 11, 14 e 15) entendem que no médio e longo prazo a taxa de retorno de investimentos de impacto deveria ser a mesma de investimentos tradicionais. O entrevistado 4, que no curto prazo relaciona à taxa ao momento do ecossistema, entende que no médio e longo prazo a taxa de retorno deve ser aquela que traga satisfação econômica ao investidor – conceito que deveria ser trabalhado com os atores de oferta de capital. Portanto, a taxa de retorno passaria a depender de cada investidor.

As outras categorias de resposta com maior número de resultados foram a **“b”** e a **“d”**. Na **categoria “b”**, que compreende os entrevistados que relacionaram a taxa de retorno ao estágio de desenvolvimento do negócio social, a maioria dos entrevistados pertence ao grupo de intermediários (12, 13, 18), com exceção do entrevistado 8 que é um ator do grupo de demanda de capital. Como na visão desses entrevistados a taxa não está relacionada ao momento do ecossistema, a taxa que deve ser exigida no momento atual, em que o ecossistema brasileiro está em formação, é a mesma que deverá ser exigida no médio e longo prazo, quando o campo de negócios sociais já estiver mais maduro.

Enquanto que os entrevistados 8 e 18 entendem que a taxa de retorno deve ser abaixo de mercado para negócios em estágio inicial, o entrevistado 12 entende que a taxa de retorno está

relacionada ao tipo de intervenção que o negócio social se propõe a fazer⁹⁹. Para negócios que se propõem a atuar em mercados competitivos, as taxas de retorno deveriam ser aquelas praticadas pelo mercado. De outro lado, negócios que estão criando um mercado novo deveriam trabalhar com taxas abaixo de mercado. Por sua vez, o entrevistado 13 entende que essa taxa deve ser a maior possível mantendo-se o propósito do negócio.

Na **categoria “d”** estão incluídos o entrevistado 3, do grupo de oferta de capital, e os entrevistados 6, 7 e 9, do grupo de demanda de capital. Eles entendem que a taxa de retorno de investimento de impacto deve ser a mesma taxa aplicada a investimentos tradicionais. Assim como na **categoria “b”**, segundo esses entrevistados, em razão do entendimento de que o momento do ecossistema brasileiro de finanças sociais é indiferente para a determinação da taxa de retorno, a taxa média de mercado deveria ser praticada já nesse momento inicial de formação do ecossistema.

No entanto, é interessante notar que, no médio e longo prazo, a maioria dos entrevistados (1, 2, 3, 6, 7, 8, 9, 11, 14, 15 e 18) entende que as taxas de retorno de investimentos em negócios de impacto deveriam seguir as taxas médias de retorno de investimentos em negócios tradicionais. Portanto, pode-se inferir que, com o amadurecimento do setor, a maioria dos entrevistados entende que os negócios de impacto deverão competir de acordo com as regras de mercado, não sendo necessário, sequer esperado, que o investidor abra mão de parte do seu lucro para investir em uma empresa com o propósito de gerar valor social.

Apesar de trabalhar com bases e medidas diferentes, pode-se dizer que tal resultado converge com o apontado em estudo da ANDE publicado em 2016, segundo o qual mais de 50% dos investidores entrevistados buscavam retorno anual líquido de 16% ou mais¹⁰⁰ (2016, p. 63).

Enquanto que o entrevistado 3 foi muito enfático ao dizer que qualquer taxa abaixo de mercado é filantropia ou subvenção e, portanto, não é investimento de impacto, o entrevistado 6 trouxe uma mensagem diferente. Apesar de entender que a taxa a ser aplicada deva ser uma taxa média de mercado, o entrevistado justificou sua opinião em razão de que, ao se trabalhar com uma taxa subsidiada, não é possível saber se aquele negócio que recebeu investimento tem ou não

⁹⁹ Em sua resposta, o entrevistado 12 comentou que sua opinião sobre a taxa de retorno é muito alinhada com a proposta de BANNICK et al. (2016), em artigo intitulado *Across the Returns Continuum*.

¹⁰⁰ Taxa Selic em 07 jun. 2017: 13,27% a.a., conforme nota de rodapé nº 85. Taxa Selic em abril de 2016 considerada no Relatório ANDE: 14,25% a.a. (2016, p. 63).

condições de gerar um rendimento melhor. Por sua vez, para esse respondente, trabalhar com taxas médias de mercado não significa que o investidor deverá reverter todo o lucro em seu benefício próprio. Ao auferir lucros a partir do seu investimento de impacto, esse investidor poderá aceitar taxas menores em rodadas futuras de investimento ou reinvestir esse dinheiro em outros negócios sociais, alavancando esse tipo de negócio no país.

A **categoria “c”** compreende os entrevistados que entendem que a taxa de retorno está diretamente relacionada ao perfil do investidor. Interessante notar que não há nenhum representante do grupo de oferta de capital nessa categoria. Ou seja, apesar de atores do grupo de demanda de capital (5) e intermediários (16 e 17) entenderem que a taxa de retorno depende do perfil do investidor, nenhum investidor manifestou esse entendimento em suas respostas.

O raciocínio exposto pelos entrevistados 5 e 17 é similar. Para investidores do terceiro setor ou investidores mais preocupados com a temática social, deveriam ser praticadas taxas abaixo de mercado, inclusive porque são investidores que estavam acostumados a realizar investimentos sociais sem qualquer expectativa de retorno, como doação na maioria das vezes. Para investidores tradicionais, mais movidos pelo aspecto financeiro, a taxa de retorno deveria seguir a taxa de mercado de investimentos tradicionais. O entrevistado 5 não fez nenhuma relação dessa taxa ao momento do ecossistema. O entrevistado 17 ao ser questionado se o momento do ecossistema afetaria de alguma forma a taxa que deveria ser aplicada, comentou que isso é só um componente, mas que não o vê como um componente fundamental.

Por sua vez, o entrevistado 16 comentou que cada investidor acabará exigindo uma taxa e que não haverá uma taxa “correta” a ser determinada para os investidores. Após essa explicação, o entrevistado mencionou que sua expectativa é que haja investidores que aceitem taxas abaixo de mercado, como entidades do terceiro setor, para que ajudem no fortalecimento do campo. Por sua vez, o investidor tradicional, incluindo famílias de alta renda, estaria aceitando investir a taxas médias de mercado. Segundo esse entrevistado, após o fortalecimento do setor, “virá dinheiro privado tradicional” e, portanto, é possível inferir dessa resposta que, para ele, a médio e longo prazo, as taxas praticadas sigam a média de mercado.

O Quadro 9, apresentado nas duas próximas páginas, sintetiza os resultados analisados nos parágrafos anteriores.

Quadro 9 - Taxa de retorno sobre o investimento (continua)

Entrevistado		Curto Prazo	Por quê?	Médio e Longo Prazo	Por quê?
Oferta de Capital	1	Taxa abaixo de mercado, para quem já está inserido na agenda de investimento de impacto. Taxa acima de mercado, para atrair novos públicos de investidores.	Taxa abaixo, pois o ecossistema está em formação. Taxa acima para atrair novos públicos. Uma espécie de ação política afirmativa.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	2	Relação risco/retorno menos favorável. Capital mais paciente, não necessariamente taxa abaixo de mercado.	Ecossistema está em formação.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	3	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais. Abaixo disso é filantropia ou subvenção.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
Demanda de Capital	4	Taxa abaixo de mercado.	Ecossistema está em formação	Taxa que gere satisfação econômica para o investidor.	Dependerá de cada investidor.
	5	Taxa abaixo de mercado, para investidor do terceiro setor. Taxa média de mercado, para investidor que não seja do terceiro setor.	Taxa abaixo, pois esse tipo de investidor estava acostumado a investir sem qualquer expectativa de retorno (como doação). Taxa média, porque competirá com investimentos tradicionais de mercado.	Entrevistado não fez qualquer menção ao momento do ecossistema. Portanto, é possível inferir que o motivo do curto prazo seria válido também em momentos que o ecossistema esteja mais maduro.	
	6	Taxa média de mercado.	Para que o investidor tenha maior capacidade de continuar investindo em negócios de impacto.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	7	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	8	Taxa abaixo de mercado, para negócios sociais em estágio inicial. Taxa média de mercado, para negócios mais maduros.	O negócio em estágio inicial precisará de um capital mais paciente. O negócio já estará mais estruturado, então seria possível aplicar taxas de mercado.	As mesmas taxas definidas para curto prazo.	Mesmos motivos do curto prazo.
	9	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	10	Taxa abaixo de mercado.	Não se está considerando/monetizando o valor social gerado.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.

FONTE: Elaborado pelo autor.

Quadro 9 - Taxa de retorno sobre o investimento (conclusão)

Entrevistado		Curto Prazo	Por quê?	Médio e Longo Prazo	Por quê?
Intermediários	11	Taxa abaixo de mercado, mas com cuidado para não se confundir com filantropia.	Para criar um mercado.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	12	Taxa abaixo de mercado para negócios que estão criando novos mercados. Taxa média de mercado para negócios que estão atuando em mercados competitivos.	Para não pressionar o negócio a ter que se sustentar financeiramente a partir da intervenção proposta. Deve seguir investimentos tradicionais.	As mesmas taxas definidas para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	13	Maior taxa possível, mantendo o propósito da empresa.	Deve seguir investimentos tradicionais. Taxas muito altas podem fazer com que o negócio se desvie do seu propósito inicial.	A mesma taxa definida para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	14	Taxa abaixo de mercado.	Ecossistema está em formação. Deve-se dar destaque ao fato de que o negócio social investido está ajudando muitas pessoas.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	15	Taxa média ou abaixo da taxa de mercado.	Ecossistema está em formação.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	16	Cada investidor exigirá uma. Não deve haver uma determinação os atores do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto. Taxa abaixo de mercado, como expectativa do entrevistado em relação aos investidores que já estão inseridos na agenda de investimento de impacto e às entidades do terceiro setor. Taxas médias de mercado estariam sendo praticadas por investidores tradicionais, incluindo famílias de alta renda.	Taxa abaixo, pois ecossistema está em formação. Taxas médias porque são investidores tradicionais, talvez não tão sensibilizados pela construção do ecossistema.	Taxa média de mercado.	Deve seguir investimentos tradicionais.
	17	Taxa abaixo de mercado para investidores cuja motivação é mais social. Taxa média de mercado para investidores cuja motivação é mais financeira.	Abaixo, pois são investidores que talvez utilizem recursos que antes iriam para filantropia. Deve seguir investimentos tradicionais, em razão de a motivação ser mais financeira.	As mesmas taxas definidas para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.
	18	Taxa abaixo de mercado para negócios em estágio inicial. Taxa média de mercado, próxima do CDI para negócios em fase de captação de capital semente. Taxa ainda mais competitiva para negócios mais maduros.	Taxa abaixo, pois o negócio está ainda em formação. Taxa média, pois o negócio já está mais estruturado. Taxa mais competitiva, pois o modelo de negócio já está provado e precisa ganhar escala.	As mesmas taxas definidas para curto prazo.	Mesmo motivo do curto prazo.

FONTE: Elaborado pelo autor.

A partir da análise do Quadro 9, nota-se que a opinião do entrevistado 10 não se enquadrou em nenhuma das **categorias “a” a “d”** descritas anteriormente. Na visão deste autor, não foi possível classificar a posição do entrevistado 10 em nenhuma das categorias supramencionadas, pois o respondente foi muito enfático em seu entendimento de que as taxas de mercado atuais não estão mensurando as externalidades negativas e positivas que as empresas em geral estão causando a partir de suas atividades.

Portanto, na opinião desse entrevistado, os parâmetros de comparação de mercado estariam errados. Em seguida, este autor o questionou sobre qual deveria ser, então, a taxa exigida pelo investidor de impacto, dentro do cenário atual. Sua resposta foi que deveria ser uma taxa abaixo de mercado, justamente devido ao valor social que está sendo gerado pelos negócios sociais, e também por já ter investido seu capital em negócio próprio com propósito de gerar impacto social positivo na sociedade e ter recebido taxas abaixo de mercado.

A questão das externalidades não capturadas pelos mecanismos atuais de mercado, tanto negativas como positivas, foi mencionada por representantes de todos os grupos de atores – oferta de capital (2 e 3), demanda de capital (8 e 10, conforme exposto anteriormente) e intermediários (11, 13 e 18). Pode-se inferir, portanto, que se trata de uma agenda transversal do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento e impacto.

O entrevistado 2 entende que é necessário que todos comecem a entender que as variáveis socioambientais são tão relevantes quanto as variáveis financeiras. Em sua visão, a população quer se dar conta disso, mas ainda não conseguiu. Nesse sentido, ele argumenta que as externalidades deveriam passar a ser monetizadas de modo que a empresa que gera externalidades positivas possa vender isso, ao passo que aquela empresa que gera externalidades negativas, deva compensá-las mediante a compra de externalidades positivas – algo similar ao mecanismo da compra e venda de crédito de carbono, citou o entrevistado.

O entrevistado 11, por sua vez, mencionou o conceito de externalidade ao explicar seu entendimento sobre valor social como “qualquer externalidade positiva que hoje não é necessariamente capturada por um mecanismo de mercado”.

O entrevistado 18 também fez críticas à forma como o lucro é calculado hoje. Em suas palavras:

Será que esse lucro gerado pelas empresas que não olham para impacto apenas para maximização de lucro, é lucro real ou é uma apropriação indevida de um passivo social? Esse é o ponto, porque elas estão gerando externalidade negativa. E quem está pagando essa conta? Então se o lucro fosse medido de forma adequada e capturasse as externalidades negativas, sociais e ambientais, o lucro não seria o que é.

Seguindo o mesmo raciocínio do entrevistado 18, após mencionar que atualmente a externalidade negativa produzida por produtos prejudiciais à saúde, pelo consumo excessivo de refrigerantes, por exemplo, simplesmente fica na sociedade, o entrevistado 3 destacou que:

No futuro, sem dúvida alguma, por regulamentação, cada vez mais por regulamentação e menos pela boa vontade das organizações e das pessoas, o impacto negativo vai ser precificado no seu produto, qualquer externalidade negativa da sua atividade econômica vai ser precificada, você não vai mais poder jogar isso para a sociedade.

Nesse mesmo sentido o entrevistado 8 disse que “todos os negócios deveriam convergir para negócios socioambientais”, justamente “porque todo mundo deveria internalizar essas externalidades”, e o entrevistado 13 comentou que há um movimento que deve ser iniciado pelas empresas em geral de “começarem a incorporar essas questões das externalidades (...)”.

Apesar de não constar no roteiro de entrevistas, o fato das externalidades negativas e positivas não serem absorvidas e monetizadas pelos modelos de negócios atuais apareceu em pelo menos sete das dezoito entrevistas. Isso mostra que é um assunto latente para os atores do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto e cuja investigação e discussão, na opinião deste autor, merece ser aprofundada em estudos futuros.

5.4 Avaliação de potencial de impacto realizada pelos investidores antes do investimento e monitoramento do impacto após o investimento

Dentre os dezoito entrevistados, apenas o entrevistado 10 não respondeu a essa pergunta, pois ainda não recebeu proposta ou investimento de investidores de impacto. Dentre os dezessete que responderam a essa pergunta, dezesseis disseram que os investidores de impacto realizam algum tipo de avaliação prévia ao investimento para verificar se o negócio tem potencial para gerar valor social. O entrevistado 8, apesar de ter recebido recursos de investidores de impacto, mencionou que não houve uma avaliação pré-investimento, foi feita apenas uma análise de alinhamento dos investidores com a causa de atuação do negócio investido. Esse número

elevado de respostas afirmativas converge com o alto percentual identificado no relatório da ANDE de agosto de 2016: 89% dos entrevistados disseram mensurar impacto ambiental e social, apesar de muitos enfrentarem desafios para encontrar o método de avaliação adequado (ANDE, 2016, p. 9).

O entrevistado 17, por sua vez, não soube dizer como os investidores realizam a avaliação prévia para verificar se o negócio tem potencial para gerar impacto social. Sendo assim, dentre os quinze entrevistados que responderam essa questão, onze disseram que se trata de uma **avaliação aproximativa**, ou seja, uma avaliação que não é realizada com base em indicadores concretos. Essa foi a primeira categoria criada para análise das respostas em relação à avaliação prévia realizada por investidores.

Desses onze entrevistados, dois são integrantes do grupo de oferta de capital (1 e 2); dois são do grupo de demanda de capital (7 e 9); e sete são do grupo de intermediários (11, 12, 13, 14, 15, 16 e 18). O entrevistado 9 foi incluído na categoria **avaliação aproximativa**, pois mencionou que apresentou apenas um tipo de informação (*output*) da sua operação aos potenciais investidores com quem conversou há alguns anos atrás. Portanto, na análise deste autor, a avaliação realizada pelos potenciais investidores no negócio do entrevistado 9 teve uma abordagem muito mais aproximativa do que baseada em indicadores.

Apesar de o entrevistado 4 ter comentado que seus investidores institucionais realizaram uma avaliação aproximativa de seu negócio, o maior número de investidores investiu por meio de plataforma de *crowd equity*, mediante o fornecimento prévio de alguns indicadores de impacto social e econômico. Por essa razão, o entrevistado 4 foi incluído em uma segunda categoria.

Entre os onze entrevistados que foram classificados na categoria **avaliação aproximativa**, houve menção à utilização da ferramenta de teoria de mudança oito vezes (pelos entrevistados 2, 7, 12, 13, 14, 15, 16 e 18). Os entrevistados 2, 13 e 15 mencionaram inclusive que em alguns casos é feita uma vinculação das teorias de mudança dos negócios aos ODS.

Na segunda categoria, denominada **avaliação de indicadores**, foram incluídos os entrevistados 3, 4 (este em razão da maioria dos investidores terem realizado investimentos via *crowd equity*, com disponibilização prévia de certos indicadores), 5 e 6. Dentre eles, o entrevistado 3 pertence ao grupo de oferta de capital e os demais ao grupo de demanda de capital. O entrevistado 3

mencionou que realiza uma auditoria prévia para avaliar aspectos socioambientais do projeto ou negócio que receberá o investimento, e os demais entrevistados, do grupo de demanda de capital, mencionaram que, antes da realização do investimento, forneceram aos investidores alguns indicadores de potencial de geração de valor social, coletados pelos próprios negócios.

Em relação ao monitoramento, é relevante destacar que todos os atores do grupo de oferta de capital (1, 2 e 3) disseram acompanhar o potencial de geração de valor social dos negócios em que investiram, por meio de relatórios e reuniões periódicas. Do mesmo modo, todos os atores do grupo de demanda de capital que receberam investimento de impacto disseram que reportam indicadores de impacto social a seus investidores (entrevistados 4 a 8). O entrevistado 9, ainda que não esteja buscando investimento no momento, está com planos de melhorar a avaliação de impacto social do seu negócio. Por sua vez, o entrevistado 10, que está buscando captar recursos, destacou que tem uma grande preocupação em trabalhar com métricas de impacto para seu negócio.

O quadro a seguir sintetiza as respostas apresentadas pelos entrevistados.

Quadro 10 - Avaliação de potencial de impacto pré-investimento e monitoramento após investimento

(continua)

Entrevistado		Avaliação pré-investimento	Monitoramento
Oferta de Capital	1	Avaliação aproximativa: histórico da organização intermediária que receberá investimento e alinhamento temático com investidor	Reuniões e relatórios periódicos elaborados pelas organizações que receberam investimento.
	2	<i>Investimento por meio de fundos de investimento:</i> avaliação feita de acordo com critérios próprios dos fundos que inclui teoria de mudança e, em alguns casos, uma vinculação direta com os ODS. <i>Investimento direto:</i> apenas teoria de mudança.	Relatórios periódicos e rituais de governança das organizações que receberam o investimento.
	3	Auditoria que engloba aspectos financeiros, sociais e ambientais para garantir que a empresa que receberá investimento atende a padrões mínimos estabelecidos pela organização investidora.	Relatórios periódicos, no mínimo um por ano.

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 10 - Avaliação de potencial de impacto pré-investimento e monitoramento após investimento

(continua)

Negócios que receberam investimento de impacto		
Demanda de Capital	4	<p><i>Investidores institucionais:</i> avaliação aproximativa – investiram por conhecer o potencial de impacto do negócio.</p> <p><i>Investidores via crowd equity:</i> indicadores de impacto social e econômico disponibilizados na internet, nos termos exigidos pela CVM.</p>
	5	<p><i>Outputs</i> coletados pela própria organização foram apresentados aos investidores.</p>
	6	<p>Plano de negócios com alguns indicadores de impacto social (<i>outputs</i>).</p>
	7	<p>Teoria de mudança estruturada em conjunto com investidores.</p>
	8	<p>Não houve avaliação. Investidores investiram principalmente por uma identificação com a causa.</p>
	Negócios que não receberam investimento de impacto	
Intermediários	Negócio tentou captar recursos no passado, mas atualmente não está buscando investimento	
	9	<p>Quando buscou captar recursos tinha apenas um indicador (<i>output</i>) para apresentar aos investidores. Participou de duas reuniões com investidores diferentes e sentiu que as perguntas feitas pelos investidores lembravam um questionário para contratação de empréstimo bancário.</p>
	Negócio em fase de captação	
	10	<p>Principal preocupação do empreendedor em um processo de captação de recursos é de que nas primeiras dificuldades haja algum tipo de retrocesso para um modelo de gestão antigo, mais centralizador, ou algum tipo de pressão no sentido de desvirtuar o propósito do seu negócio. O mais importante é um alinhamento de causa, de propósito com o investidor.</p>
Intermediários	11	<p>Avaliação aproximativa, muito mais emocional.</p>
	12	<p>Análise para identificar se o negócio está alinhado com as teses de investimento de sua organização e se o negócio fornece serviço ou produto acessível à base da pirâmide. Caso aprovado nessa primeira etapa, uma teoria de mudança é estruturada com o empreendedor e são definidos indicadores de impacto social.</p>

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 10 - Avaliação de potencial de impacto pré-investimento e monitoramento após investimento
(conclusão)

13	Avaliação para identificar se o negócio atua com algum dos ODS da ONU e se está alinhado com a estratégia de investimento da sua organização. Caso aprovado nessa primeira etapa, são avaliados: o grau de engajamento do empreendedor, a resiliência em trabalhar em prol de uma transformação mais ampla, se negócio é escalável e duradouro para o beneficiário final, e se sua organização fará diferença para aquele negócio. Após respondidas essas perguntas de forma satisfatória, estrutura-se uma teoria de mudança.	Objetivos de impacto social (<i>outputs</i>) são monitorados ao longo do ano e reportados aos investidores a cada três meses.
14	Fundos de investimento auxiliam os negócios a construir teorias da mudança. Com relação aos negócios em que investiu, a organização não fez uma avaliação prévia mais robusta de impacto social, pois eram negócios próximos de sua organização desde a constituição.	Sobre os de investidores de forma geral, não sabe dizer. Nos negócios em que investiu, acompanha a cada seis meses.
15	Avaliação aproximativa e intuitiva. Alguns investidores têm trabalhado com teoria de mudança e analisado se o negócio atua com algum dos ODS. Algumas teorias da mudança a que teve acesso eram muito frágeis.	Não sabe dizer de forma geral. Sabe que tem um fundo de investimento utilizando métricas do Sistema B para acompanhar <i>outputs</i> do seu negócio.
16	Fundos de investimento que são tidos como referência no mercado estruturam uma teoria de mudança. Famílias de alta renda fazem apenas uma avaliação aproximativa, principalmente relacionada a uma identificação com a área de atuação do negócio.	Apenas os fundos de investimento que são tidos como referência no mercado realizam monitoramento. <i>Family offices</i> e investidores individuais não têm conhecimento para fazer esse tipo de acompanhamento de impacto social.
17	Investidores fazem avaliação prévia, mas o entrevistado não sabe dizer como é feita.	O monitoramento é feito pelos investidores, alguns de forma mais ativa, outros menos. Fundos de investimento que possuem o seu retorno financeiro atrelado ao impacto social realizam esse monitoramento com maior precisão e detalhe.
18	Sobre os investidores de forma geral, não sabe dizer. <i>Em relação aos negócios em que sua organização investiu:</i> A avaliação prévia dos negócios em que investe consiste na análise da teoria de mudança do negócio e análise da estratégia para gerar impacto social.	Sobre os investidores de forma geral, não sabe dizer. <i>Em relação aos negócios em que sua organização investiu:</i> não é feita avaliação de impacto após investimento, pois os negócios ainda se encontram em estágio muito inicial. Apesar disso, um acompanhamento para verificar se as atividades do negócio estão coerentes com a teoria de mudança é feito.

Fonte: elaborado pelo autor.

Vale destacar o processo de pré-investimento para o empreendedor e entrevistado 5. O respondente comentou que foi um processo muito longo, que durou quase dois anos. Muito disso ocorreu em função de uma assimetria de informação entre a forma como o empreendedor constrói o seu negócio e o que o investidor espera desse negócio.

Uma situação similar foi relatada pelo entrevistado 9, no momento que estava em reuniões prévias com potenciais investidores. Na opinião desse entrevistado, em um cenário que você

tem negócios sociais em estágio inicial e investidores muito maduros fica difícil ter esse “casamento”. Em suas palavras, os investidores deveriam buscar “pegar mais na mão”.

Da análise do Quadro 10 acima é possível inferir que os negócios sociais no Brasil estão, em sua maioria, em um estágio inicial em termos de avaliação de impacto social. A predominância de referências a uma avaliação mais aproximativa por parte de todos os atores do ecossistema de finanças sociais permite que se extraia essa inferência. Nas palavras do entrevistado 11, trata-se de uma avaliação pré-investimento “muito mais emocional”, que acontece de uma “maneira mais intuitiva”, segundo o entrevistado 15.

Para o entrevistado 11, o debate no ecossistema é se isso está ou não errado. Em sua visão, não está. O mesmo exemplo citado pelo entrevistado 3 foi citado pelo entrevistado 11, sobre redes anti-mosquito na África. Para eles, o número de redes vendidas já seria um indicador suficiente de que está havendo um impacto para o beneficiário final de prevenção à malária e, conseqüentemente, não seria necessário realizar uma avaliação mais robusta que envolvesse grupo de controle, para verificar o impacto que essa rede está tendo na vida dos beneficiários.

A partir da análise deste autor é possível inferir que há uma unanimidade dentre os entrevistados sobre a importância de se avaliar o impacto social. A diferença de opiniões recai sobre como e em que profundidade essa análise deve ser realizada. Alguns pontos que podem ser aprofundados em estudos futuros com atores do ecossistema brasileiro de finanças sociais são: se há ou não a necessidade de um grupo de controle; se a avaliação pode ser feita internamente pelo próprio negócio ou se deve ser feita por um consultor externo especializado em mensuração de impacto social; se há um único tipo de avaliação de impacto social ou se há vários tipos; se algum tipo de avaliação é mais adequado para negócios em estágio inicial.

O último assunto descrito acima foi mencionado de forma específica pelo entrevistado 15 e será discutido no item 5.6, sobre lições aprendidas no ecossistema brasileiro de negócios e investimentos de impacto.

5.5 Desafios e oportunidades em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto

a) Desafios

A partir da análise das respostas dos dezoito entrevistados, foi possível agrupar alguns desafios em três categorias que se destacaram por receber quatro ou mais referências cada. São elas: **acesso e volume de capital** (entrevistados 5, 11, 12, 13, 14, 16 e 17); **contexto brasileiro** (entrevistados 3, 8, 9, 14 e 18); e **amadurecimento dos negócios e do investimento de impacto** (entrevistados 6, 11, 14 e 17).

A maioria dos entrevistados que mencionaram desafios relacionados a **acesso e volume de capital** é do grupo de intermediários (11, 12, 13, 14, 16 e 17), com apenas um representante do grupo de demanda de capital (entrevistado 5).

O entrevistado 5 destacou que a oferta de capital anjo e capital semente para negócios em estágio inicial é ainda muito pequena. Segundo o respondente, esse capital seria necessário justamente para financiar os negócios de impacto enquanto eles não atingem o porte e maturidade exigidos por grande parte dos investidores. O mesmo desafio de acesso a capital semente foi mencionado pelo entrevistado 14.

Tal desafio foi enfrentado pelo entrevistado 9 ao buscar investimento no início das atividades do seu negócio. Ao contar como foi essa experiência, o respondente comentou que os investidores estavam buscando negócios muito maduros e que, como seu negócio era incipiente, não conseguiu avançar para além da primeira conversa.

O entrevistado 11, por sua vez, destacou que atualmente o mercado brasileiro de investimento em negócios de impacto está muito focado em fundos de *venture capital* e que faltam outras alternativas, como fundos de *private equity* e fundos de renda fixa, para que mais investidores consigam alocar recursos para o setor. Nesse mesmo sentido, o entrevistado 17 destacou a necessidade de mais recursos financeiros para o setor - não apenas dinheiro de investidores que alocam seus recursos em fundos de investimento, mas também dinheiro de investidores-anjo, do governo, de institutos e fundações, e de intermediários. Ainda, outro desafio seria aumentar a participação das corporações no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto,

não apenas como investidores de negócios sociais (*corporate venture capital*), mas principalmente como influenciadoras de seus institutos e fundações para que essas entidades do terceiro setor aloquem recursos para o setor.

A dificuldade de acesso a capital foi mencionada também pelos entrevistados 12, 13 e 16, sendo que o primeiro destes destacou que o volume de capital para o setor ainda é pequeno e dependente de grandes fortunas.

Um indício de que tal desafio foi identificado pelo ecossistema, de forma geral, é que, no segundo Laboratório da Força Tarefa de Finanças Sociais¹⁰¹, que iniciou suas atividades em 21 de junho de 2017 e do qual este autor participa, das três pautas estratégicas, duas estão relacionadas aos desafios descritos acima – acesso a capital semente e participação de grandes empresas para fomentar investimento de impacto¹⁰².

Na segunda categoria foram incluídos os desafios relacionados ao **contexto brasileiro** em si, citados pelos entrevistados 3, 8, 9, 14 e 18 e, portanto, por representantes de todos os atores do ecossistema – oferta de capital (entrevistado 3), demanda de capital (entrevistados 8 e 9) e intermediários (entrevistados 14 e 18).

Os desafios destacados em relação ao país são: burocracia, marcos regulatórios desafiadores, crise político-econômica, incerteza, insegurança, aspecto cultural do brasileiro de achar que as coisas não são possíveis e de esperar algo do governo, e necessidade de que todos percebam que cada um tem sua parte de responsabilidade na construção do mundo.

Na terceira categoria foram agrupados os desafios relacionados ao **amadurecimento dos negócios e do investimento de impacto**, os quais foram mencionados pelos entrevistados 6, 11, 14 e 17.

O entrevistado 6 destacou que um dos desafios é que os negócios que atualmente estão em estágio inicial possam se desenvolver nos próximos cinco anos e provar sua capacidade de gerar

¹⁰¹ Link com informações sobre o Laboratório de Inovação em Finanças Sociais da FTFS <<http://forcatarefafinancassociais.org.br/lab-inovacao/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁰² A terceira pauta está relacionada a aproximar os negócios de impacto do governo, seja para esses negócios venderem seus produtos, serviços e soluções ao governo, seja para o governo fomentar o desenvolvimento de novos negócios de impacto.

retorno financeiro e impacto social. Nessa mesma linha, o entrevistado 11 destacou que ainda não se tem uma história de sucesso de negócio social no Brasil, o que facilitaria o trabalho de convencimento do investidor e traria mais conforto para esse tipo de investimento.

Embora também relacionado a casos de sucesso, o entrevistado 14 comentou que o desafio é mostrar os casos que já existem para os investidores. Ao ser questionado o que seria um “caso de sucesso”, o entrevistado respondeu que são negócios sociais que estão avançando na direção certa e que já inspiraram outros empreendedores a criarem negócios similares.

Por sua vez, o entrevistado 17 comentou sobre o amadurecimento do setor também sob a ótica dos fundos de investimento. Segundo o respondente, a maioria dos fundos de investimento que estão buscando investir em negócios de impacto social captaram recursos pela primeira vez – são “*first time fund*”. Para o entrevistado, o desafio está relacionado a tempo e paciência, pois logo esses fundos farão sua segunda captação de recursos e terão mais capital para investir.

Outros desafios mencionados por pelo menos dois entrevistados (identificados entre parênteses) no âmbito desta pesquisa foram os seguintes: engajamento da agenda de investimento de impacto com o poder público e aproximação do capital privado ao capital público (1 e 6); como monetizar os retornos socioambientais (2 e 18, este último de forma indireta); quantidade e grau de qualificação dos empreendedores (13 e 17); e a própria definição do que é negócio social e investimento de impacto (3 e 15).

Em relação aos desafios sobre monetizar os retornos socioambientais ou externalidades positivas dos negócios, apesar de esse desafio ter sido mencionado por apenas dois entrevistados (2 e 18) em resposta à pergunta sobre desafios e oportunidades do setor, é importante destacar que a necessidade de monetizar as externalidades dos negócios foi mencionada ao longo das entrevistas por pelo menos sete entrevistados, conforme explicitado no item 5.3 deste capítulo.

Por fim, os desafios que receberam apenas uma menção foram (número do entrevistado entre parênteses): engajamento de institutos e fundações na agenda de investimento de impacto (1); sustentabilidade financeira das entidades intermediárias, especialmente aceleradoras (1); necessidade de expandir a agenda de negócios e investimento de impacto para além de São Paulo (1); inserir a população de baixa renda como empreendedores (1); diminuir a distância

entre investimento de impacto e tradicional (2); superar a mensagem do investimento de impacto como “café com leite” (2); desafios comuns a qualquer negócio, como Produto Mínimo Viável (na sigla em inglês, MVP – *mininum viable product*), acesso a capital, governança e equipe técnica (3); desafio do empreendedor seguir focado no cliente, sem ceder às pressões do investidor ou do doador (3); falta de produtos e serviços direcionados a negócios de impacto (4); falta de literatura para dar respaldo a atuação de negócios focados em baixa renda (4); incerteza e vulnerabilidade de investimentos em negócios em estágio inicial (10); e mensuração de impacto social (16).

Interessante notar que a maior parte dos desafios analisados nos parágrafos anteriores foram mencionados, em referência ao Brasil, no relatório da ANDE (2016) sobre o panorama do setor de investimento de impacto na América Latina. Segundo tal relatório, os principais desafios do setor seriam: **situação político-econômica no Brasil**, mencionado por entrevistados e relacionado à categoria “contexto brasileiro”; **comprovação do modelo de investimento de impacto**, diretamente relacionado à terceira categoria analisada neste item 5.4(a); **qualidade dos empreendimentos e capital adequado**, que se relacionam aos desafios apontados neste trabalho em relação à qualificação dos empreendedores e acesso e volume de capital; e **colaboração e apoio**, que se relaciona ao desafio “engajamento da agenda de investimento de impacto com o poder público e aproximação do capital privado ao capital público” citado por dois entrevistados (ANDE, 2016, p. 70-72).

b) Oportunidades

Em relação às oportunidades, o maior número de referências feitas pelos entrevistados se relacionam ao **mercado brasileiro**, com onze referências; a **profissionais qualificados**, com quatro referências; e a **oportunidades de investimento**, também com quatro referências. Nenhuma das oportunidades mencionadas no relatório de 2016 da ANDE (p. 73) se relacionam diretamente a essas três, a partir do que se infere a existência de uma diversidade de opiniões no setor.

No presente estudo, a desigualdade latente no Brasil e o alto número de problemas sociais foram destacados como oportunidade para se desenvolver modelos de negócio que busquem resolver esses problemas. Representantes de todos os grupos de atores fizeram referência ao Brasil como oportunidade: entrevistados 2 e 3, do grupo de oferta de capital; entrevistados 5, 7, 8 e 9, do

grupo de demanda de capital; e entrevistados 11, 13, 14, 17 e 18, do grupo de intermediários. Portanto, pode-se inferir dessas respostas que o mercado brasileiro em si é visto como uma oportunidade por todo o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto.

Ainda relacionado ao **mercado brasileiro**, os entrevistados 3 e 5 destacaram o fato de o país ser um dos maiores mercados do mundo e de São Paulo, de forma específica, ser um dos ecossistemas mais desenvolvidos em nível mundial, com aceleradoras, gestores, fundos, institutos e fundações prontos para ajudar os negócios a terem sucesso.

Com relação a setores da economia, o entrevistado 14 destacou que há oportunidades no setor de serviços financeiros, em razão de o país ter uma parcela muito grande da população desbancarizada, e também no setor de biotecnologia, que, apesar de estar relacionado com o “DNA” do país, ainda é pouco explorado, segundo o respondente.

A segunda categoria, com o mesmo número de referências que a terceira, refere-se a de oportunidades relacionadas a **profissionais qualificados**. Entrevistados do grupo de intermediários (11, 13 e 14) e do grupo de demanda de capital (5) mencionaram que há muitos profissionais qualificados querendo trabalhar em negócios sociais, inclusive dispostos a receber uma remuneração inferior à de mercado, segundo o entrevistado 5. Tal comentário foi feito com base em exemplos de contratações realizadas por seu próprio negócio.

A terceira categoria contempla oportunidades de **investimento** para negócios de impacto e foram mencionadas por atores do grupo de intermediários (12, 14 e 16) e de demanda de capital (5). O entrevistado 5 destacou que a expectativa de retorno financeiro, em sua visão, é muito parecida entre fundos de investimento de impacto e fundos que investem em negócios tradicionais, que buscam apenas o retorno financeiro. Em razão disso, a oportunidade é que o negócio de impacto pode apresentar seu negócio para ambos os fundos no momento de captação de recursos. A mesma oportunidade foi destacada pelos entrevistados 14 e 16, no sentido de que um negócio social consegue captar recursos com quem visa apenas retorno financeiro, apenas retorno social (normalmente entidades do terceiro setor) ou ambos. Ou seja, ao ser um negócio social, pode-se buscar recursos com mais tipos de investidores.

Outra oportunidade relacionada a **investimento** destacada pelo entrevistado 12 é que, nesse momento, os fundos de investimento de impacto estão com recursos captados e dinheiro

disponível para investir em negócios de impacto que estejam alinhados com as respectivas teses de investimento.

Afora as oportunidades já mencionadas, outras destacadas pelos entrevistados foram (identificação do entrevistado entre parênteses): expectativa de o terceiro setor de forma geral começar a se reinventar, passando a ter maior preocupação com o desempenho financeiro de suas atividades e investimentos (1); oportunidade de fazer com que o setor de investimento de impacto e negócios sociais torne-se *mainstream* (2); expectativa de que, uma vez que se consiga monetizar os benefícios socioambientais, haja a oportunidade de traduzir tais benefícios em dinheiro, de modo que o consumidor possivelmente pague mais caro por um produto por ele ser produzido por empresa que gera um impacto social positivo na sociedade (2); a existência de uma janela de oportunidades para os intermediários que conseguirem ofertar produtos, serviços e soluções voltadas para a população de baixa renda (4); o fato de que os negócios sociais têm mais espaço na mídia do que negócios tradicionais (5); a própria quantidade de recursos que o setor esperar movimentar – 50 bilhões até 2020, segundo estudo da Força Tarefa de Finanças Sociais (FTFS, 2015a, p. 82) (6); o fato de que, uma vez que se diz que “há mais dinheiro que negócios”, a oportunidade está em se utilizar novas lentes para avaliar os negócios que estão surgindo e, assim, gerar uma nova economia (10); a possibilidade de criar mecanismos alternativos como *social impact bonds* e *green bonds*, que permitem a participação de outras fontes de capital (12); a possibilidade de estudar as experiências dos últimos cinco anos do ecossistema brasileiro negócios e investimento de impacto (15); a criação de soluções inovadoras para resolver problemas sociais de forma escalável (16); e a mudança na forma de se fazer negócio no país, passando a olhar também para o impacto social (17).

5.6 Aprendizados em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto

Após análise dos aprendizados relatados pelos dezoito entrevistados, foi possível identificar pontos em comum nas respostas, os quais dão sustentação à classificação dos resultados em pelo menos duas categorias: aprendizados relacionados ao próprio **modelo de negócio social e investimento de impacto no Brasil** e aprendizados relacionados à **equipe empreendedora**.

Dos dezoito entrevistados, oito fizeram referência expressa a aprendizados relacionados ao **modelo de negócio social e investimento de impacto no Brasil**, sendo dois entrevistados do

grupo de oferta de capital (1 e 3), três entrevistados do grupo de demanda de capital (4, 7 e 8), e três entrevistados do grupo de intermediários (11, 13 e 14).

Para o entrevistado 1, todos estão aprendendo sobre esse novo setor, o qual, o segundo o entrevistado 4, ainda está em pleno desenvolvimento e, por essa razão, não possui uma estrutura definida. Mesmo em desenvolvimento, o entrevistado 14 tem como aprendizado que o modelo de negócio social, cujo objetivo centra-se em gerar lucro acompanhado de impacto social positivo, é um modelo possível, mas é preciso ter perseverança e acreditar nesse modelo, como destacou o entrevistado 8.

Já o aprendizado do entrevistado 3 foi colocado em formato de alerta, no sentido de que, em sua análise, há vários erros sendo cometidos no ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, os quais poderiam ser evitados a partir da atenção a experiências internacionais.

Também focado na questão de esse ser um modelo em desenvolvimento, o entrevistado 11 afirmou ter aprendido que cada ator do ecossistema define impacto do jeito que acha melhor. O risco, com isso, na visão do entrevistado 13, é de gerar desconfiança por parte do investidor de que investimento de impacto seria uma estratégia de *social washing*, o que tornaria ainda mais difícil captar recursos para o setor.

Outros dois últimos aprendizados agrupados nessa categoria foram trazidos pelos entrevistados 7 e 11. O primeiro destacou que quando constituiu seu negócio de impacto, imaginou que esse aspecto de seu negócio seria um diferencial para o mercado em geral. No entanto, seu aprendizado foi o de que apenas organizações que já possuem o aspecto social em sua cultura valorizam o impacto social que seu negócio gera. Para as demais organizações parceiras que compram sua solução, o critério que importa é o preço.

O entrevistado 11, por sua vez, destacou a necessidade de se ter mais opções de investimento para tipos diferentes de investidores – e não apenas a modalidade de investir por meio de fundos de investimento de impacto, por exemplo.

Além da categoria acima, foi possível agrupar outros dois aprendizados em uma segunda categoria, que compreende os aprendizados mencionados pelos entrevistados que estão relacionados à **equipe empreendedora**.

Os entrevistados 12 e 14, ambos do grupo de intermediários, destacaram que o fator mais relevante de um negócio são os empreendedores por trás dele. O entrevistado 12 descreveu que, em sua experiência, 90% dos casos de fracasso e de sucesso dos negócios está relacionado à equipe empreendedora. Diante disso, o respondente destaca a necessidade de se fortalecer a seleção e capacitação dessas equipes para que se tenha um setor forte. Nesse mesmo sentido, o entrevistado 14 destacou que é melhor trabalhar em um projeto com um empreendedor nota A, mas com um negócio nota B, do que o inverso.

Outros aprendizados que foram trazidos pelos entrevistados foram (identificação do entrevistado entre parênteses): necessidade de abrir o ecossistema para novas pessoas e organizações participarem, sem ficar restrito a pessoas de São Paulo e já inseridas na agenda de investimento de impacto e negócios sociais (1); necessidade de se ter uma uniformização de métricas de impacto socioambiental e que nesse trabalho de uniformização seja possível converter as externalidades positivas e negativas em dinheiro (2); necessidade de o empreendedor decidir entre o primeiro e segundo ano de atividade qual tamanho o negócio terá, pois isso impactará na necessidade de investimento de terceiros e na estrutura do próprio negócio (5); mercado de baixa renda é confiável (6); trabalho em rede é fundamental, inclusive para escala do negócio (9); aprende-se fazendo e há um tempo de amadurecimento das coisas (10); necessidade de mudar os parâmetros com os quais se enxerga o mundo para gerar uma nova economia (10); necessidade de que o ecossistema entenda que há um tipo de avaliação de impacto para cada momento de desenvolvimento do negócio (15); há pouco dinheiro vindo de famílias de alta renda para investimento de impacto (14); é necessária uma mudança na forma de pensar e olhar o mundo e no modo como as coisas têm que ter mais impacto (17); necessidade de se colocar o ser humano no centro (18).

Na opinião deste autor, apesar de ter sido possível identificar duas categorias para agrupamento de alguns aprendizados mencionados pelos entrevistados, tais aprendizados estão fortemente relacionados a experiências vividas em suas organizações e, por isso, são muito específicos em alguns casos. Quando isso ocorre, não se consegue encontrar um padrão que justifique o agrupamento em uma ou outra categoria.

5.7 Perspectivas em relação ao ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto para os próximos dez anos

De forma geral, todos os dezoito entrevistados afirmaram que suas perspectivas para daqui a dez anos é de que o setor estará mais desenvolvido. Para o entrevistado 1, haverá muito mais recursos, investidores, negócios e intermediários, e não será mais necessário explicar o que são negócios sociais e investimento de impacto – isso “estará em nossa rotina”, na expressão utilizada pelo entrevistado 4. Segue nesse mesmo sentido a afirmação do entrevistado 12, ao comentar que daqui a dez anos haverá uma multiplicidade de atores, de modo que todos conseguirão se identificar como participantes desse ecossistema, seja como cliente, empreendedor, investidor ou intermediário. A partir da fala do entrevistado 18, pode-se inferir que há um número crescente de pessoas interessadas em trabalhar em negócios de impacto, em razão do número de executivos que procuram sua organização em busca de propósito de carreira.

Para o entrevistado 17, também haverá mais *family offices* participando do ecossistema, uma vez que ele já enxerga um movimento nessa direção. Essa visão é compartilhada pelos entrevistados 3 e 6. Portanto, pode-se inferir que esse aumento na participação de famílias de alta renda investindo em negócios de impacto é uma expectativa presente em todos os grupos de atores – intermediários, oferta de capital e demanda de capital, respectivamente.

Apesar de todos os entrevistados terem apontado para a expansão do setor, as respostas a essa pergunta foram formuladas sob diferentes enfoques. O entrevistado 3, por exemplo, disse que até lá haverá mais envolvimento de atores do setor *mainstream* de investimentos, um movimento que, segundo ele, já começou.

Os entrevistados 5, 6 e 13 foram bem específicos em suas repostas. O primeiro espera que haja alguns ou pelo menos um caso de um desinvestimento bem-sucedido (*exit*, no jargão em inglês utilizado pelo mercado de investimentos). O segundo, também do grupo de demanda de capital, prevê que o setor de negócios e investimento de impacto superará duzentos bilhões de reais até 2027, previsão esta que foi feita pelo entrevistado com base no estudo da Força Tarefa de Finanças Sociais, o qual prevê uma movimentação no setor de aproximadamente cinquenta bilhões de reais até 2020 (FTFS, 2015a, p. 82).

Por sua vez, o entrevistado 13, do grupo de intermediários, disse esperar ver quatro ou cinco empresas que receberam investimento de impacto e se tornaram empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores, com o número de empreendedores de impacto multiplicado por cem¹⁰³ e o número de investidores-anjo multiplicado por trinta. Sua expectativa é de que os fundos de investimento de impacto estejam trabalhando com métricas de impacto mais definidas, mais parametrizadas e que o investimento de impacto seja **quase mainstream**. Nesse ponto específico, os entrevistados 2 (oferta de capital) e 16 (intermediários) são mais otimistas. Para eles, investimentos de impacto **já farão parte** do *mainstream* daqui a dez anos.

Outra expectativa levantada pelo entrevistado 13 é de que daqui a dez anos todas as pessoas que queiram empreender um novo negócio já o façam com um propósito de impacto, de modo que não haja novos negócios sendo constituídos com objetivo exclusivo de retorno financeiro, algo que ele presenciou em viagem recente a países nórdicos. Essa também é a expectativa do entrevistado 10, do grupo de demanda de capital, no sentido de que em algum momento não haverá mais essa divisão em negócios de impacto e negócios “tradicionais”, pois todos os negócios terão como objetivo gerar retorno financeiro e impacto social positivo.

A expectativa dos entrevistados 8 (demanda de capital), 11 e 14 (intermediários) é de que daqui a dez anos haja mais fundos de investindo realizando investimentos em negócios de impacto e não apenas fundos independentes e com foco exclusivo em investimento de impacto.

Ao responder a essa pergunta, o entrevistado 7, do grupo de oferta de capital, comentou ser difícil fazer qualquer previsão para um período de dez anos no Brasil, mas sua expectativa é que esse ecossistema esteja muito grande até lá. Em sua opinião, o que falta é um grande formador de opinião “abraçar” essa causa e difundi-la, como um grande banco ou empresa. O aspecto da comunicação foi apontado também pelo entrevistado 16, ao dizer que é necessário se trabalhar com uma narrativa muito estruturada para expansão do setor.

O entrevistado 14 manifestou seu desejo por um ecossistema de negócios e investimento de impacto mais profissional nos próximos dez anos, com profissionais especializados no tema, e não apenas em terceiro setor ou em investimentos tradicionais, que objetivam apenas o retorno

¹⁰³ Vide nota de rodapé nº 89.

financeiro. Esse aumento na profissionalização foi mencionado também pelo entrevistado 15, ao dizer que espera que daqui a dez anos os fundos de investimento contem com especialistas dedicados a setores específicos, em vez daqueles que investem em vários setores ao mesmo tempo, além de gestores mais preparados para contratar avaliações externas para mensuração de impacto social dos negócios investidos.

A expectativa do entrevistado 14 é de que haja mais mulheres empreendendo, com participação em pelo menos 50% dos negócios sociais em operação – número muito maior que a média de 20% mapeada por sua organização em relação aos negócios que apoiou.

A expectativa de expansão do ecossistema de investimento de impacto para outras cidades do país foi também mencionada pelo entrevistado 14. Ao ser questionado se essa agenda continuará concentrada em São Paulo, o entrevistado 5 comentou que, em sua visão, é possível que ela seja ampliada para outras cidades e regiões do país, e que seu negócio, com certeza, estará presente em outras cidades, além de São Paulo.

Apesar de otimista sobre o futuro do setor, o entrevistado 9 destacou a necessidade de o governo dar incentivos para esse ecossistema se desenvolver, por meio de uma tributação diferenciada para negócios de impacto, por exemplo.

Embora esse cenário otimista tenha sido mencionado por todos, dois entrevistados (1 e 15), um do grupo de oferta de capital e o outro do grupo de intermediários, respectivamente, levantaram algumas preocupações sobre o futuro do setor.

A primeira preocupação levantada pelo entrevistado 1 aponta para a possibilidade de que a inclusão de investimentos de impacto nas atividades das organizações do terceiro setor acabe por desvirtuar o propósito dessas entidades, em razão de o mecanismo de investimento de impacto ser “muito tentador”, em suas palavras. Outra preocupação é que as pessoas que estejam na liderança dessa agenda acabem deixando o impacto social de lado, em privilégio do retorno financeiro. Em razão disso, o entrevistado 1 entende que é necessário haver um órgão mediador responsável por fornecer as bases desse ecossistema, de modo que o propósito de impacto social positivo acompanhado de lucro não se desvirtue.

Por sua vez, a preocupação apontada pelo entrevistado 15 é a possibilidade de que os negócios e investimentos de impacto tenham sido absorvidos pelo mercado tradicional daqui a dez anos, por não terem conseguido se provar como um setor específico. Nesse cenário, esse tipo de investimento acabaria ficando restrito a alguns gestores, em uma espécie de “periferia” de portfólios.

Após alguns entrevistados terem mencionado perspectivas do setor envolvendo os grandes bancos comerciais, este autor passou a questionar aos entrevistados sobre a participação dos bancos no ecossistema de negócios e investimento de impacto daqui a dez anos.

Entre os dez entrevistados que foram questionados ou se manifestaram de forma espontânea sobre o assunto, quatro responderam que os bancos estarão participando dessa agenda daqui a dez anos e seis disseram que não. Entre os que responderam de forma afirmativa, dois são representantes do grupo de oferta de capital (2 e 3) e dois são representantes do grupo de intermediários (11 e 17). Dentre aqueles com opinião em sentido contrário, cinco são representantes do grupo de demanda de capital (entrevistados 6 a 10), e um é representante do grupo de intermediários (18).

Apesar de acreditarem que os bancos estarão envolvidos no ecossistema de investimento de impacto, alguns entrevistados ponderaram que isso só será possível se todos os atores envolvidos estiverem dispostos a assumir mais riscos, inclusive os investidores. Essa é visão do entrevistado 2, que entende que, em cinco anos, todos os principais bancos comerciais já estarão oferecendo a seus clientes a oportunidade de realizar investimentos de impacto. Na visão pessoal do entrevistado 11, daqui a dois anos haverá um primeiro produto de investimento de impacto lançado por um grande banco e disponível para seus clientes investirem. Para o entrevistado 3, os bancos só passarão a oferecer produtos de investimento de impacto a seus clientes se houver uma demanda e exigência de investidores institucionais e de famílias de alta renda.

Para o entrevistado 17, daqui a dez anos certamente os grandes bancos estarão oferecendo produtos de investimento de impacto para pessoas de alta renda que queiram “fazer a diferença”. No entanto, esse entrevistado não soube opinar quanto à possível existência de produtos para outros públicos.

De outro lado, tem-se os entrevistados que são céticos quanto à participação dos grandes bancos comerciais nos próximos dez anos, como é o caso dos entrevistados 6 e 18. Para o entrevistado 8, esse é um período curto – talvez em vinte anos aconteça esse movimento, mas não em dez. O entrevistado 9 destacou que isso não ocorrerá, a menos que haja algum tipo de incentivo governamental.

O entrevistado 7, por sua vez, destacou que os bancos só olharão para esse tipo de investimento se alguma organização muito boa surgir com essa proposta e começar a incomodá-los. Para ele, os bancos poderão até fazer alguma ação pontual, mas esse tipo de investimento não fará parte da sua linha de produtos principais que geram receita à instituição financeira.

Por fim, para o entrevistado 10, isso não ocorrerá de forma alguma, pois o único propósito dos bancos é a maximização do lucro.

Da análise das respostas dos dez entrevistados que se manifestaram em relação aos grandes bancos estarem oferecendo ou não produtos de investimento de impacto a seus clientes daqui a dez anos, infere-se que a opinião está bem dividida. Quatro entrevistados entendem que os bancos irão oferecer esse tipo de investimento, porém nenhum deles é do grupo de demanda de capital e que, potencialmente, seriam os mais interessados em que isso ocorra.

Todos os cinco representantes do grupo de demanda de capital que se manifestaram sobre o assunto são céticos quanto ao envolvimento dos grandes bancos nessa agenda, no sentido de oferecer produtos de investimento de impacto a seus clientes. Ao analisar essas respostas, infere-se que há uma tendência de que a oferta de capital continue sendo um desafio para os negócios de impacto nos próximos dez anos, ao menos no que depender da participação dos grandes bancos para difundir esse tipo de investimento ao grande público.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo verificar e analisar as opiniões e percepções de atores do ecossistema brasileiro de finanças sociais em relação a aspectos sobre valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno sobre o investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor. Por experiências, compreende-se desafios, oportunidades e principais aprendizados em relação a negócios sociais e investimento de impacto no Brasil. Tal objetivo está diretamente relacionado à experiência profissional deste autor, o qual atua em uma organização intermediária que presta serviços a diversos atores do setor, como fundos de investimento, aceleradoras e negócios sociais.

Para atingir esse objetivo, o primeiro passo realizado foi uma revisão da literatura sobre negócios sociais (FISCHER; COMINI, 2012; CHU, 2007), investimento de impacto (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011) e geração de valor social (KHANDKER et al., 2010; COMINI, 2016; BREST et al., 2016).

Com a construção do referencial teórico, foi desenhada uma pesquisa qualitativa exploratória (SELLTIZ et al., 1974, p. 59), com o objetivo de “familiarizar-se com o fenômeno (...)” (SELLTIZ et al., 1974, p. 60), que é justamente a emergência de negócios sociais e investidores de impacto no Brasil. O problema de investigação – analisar as opiniões e percepções dos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto, taxa de retorno sobre o investimento de impacto, experiências e perspectivas do setor – norteou a necessidade de realizar um levantamento de dados primários e, para tanto, elaborou-se um roteiro para entrevista semiestruturada, o qual foi aplicado em uma amostra intencional composta por dezoito representantes dos três grupos de atores do ecossistema brasileiro de finanças sociais (FTFS, 2015b, p. 8). Foram entrevistados três atores do grupo de oferta de capital, sete atores do grupo de demanda de capital e oito atores do grupo de intermediários.

Utilizou-se o *framework* proposto por Comini (2016, p. 52) para analisar as percepções dos entrevistados em relação ao significado de valor social e a proposição de Brest et al. (2016, online) para analisar as percepções dos entrevistados em relação à geração de valor social dos investidores de impacto por meio de seus investimentos em negócios de impacto. As percepções sobre taxa de retorno, avaliação e monitoramento de impacto social, experiências e perspectivas

do setor, quando possível, foram comparadas com os resultados obtidos em relatório da ANDE, publicado em agosto de 2016, intitulado “Panorama do Setor de Investimento de Impacto na América Latina”.

A diversidade de entendimentos apresentados pelos entrevistados em relação ao significado de valor social reforça a complexidade desse conceito e sua multidimensionalidade, como exposta por Portocarrero & Delgado (2010, p. 326). Além do que, três dos dezoito entrevistados falaram sobre impacto e não sobre valor social, seja por desconhecimento do termo, caso do entrevistado 17; seja por não gostarem do termo “social”, como mencionado pelo entrevistado 3; ou simplesmente por se referirem a “impacto social” em sua resposta, como ocorreu com o entrevistado 12.

Além desses três entrevistados, outros seis manifestaram alguma reação antes de iniciarem sua resposta, seja para dizer que nunca haviam sido questionados sobre isso, seja para apontar que se tratava de uma boa pergunta ou que era uma pergunta difícil. Outros dois entrevistados, do grupo de demanda de capital, trouxeram exemplos a partir de seus negócios, por entenderem que é um conceito muito amplo ou difícil. Portanto, esse resultado mostra que, de fato, valor social não é um conceito trivial e alguns entrevistados o tratam como sinônimo de impacto social. Na visão deste autor, ambos os conceitos – valor social e impacto social – deveriam ser mais difundidos no setor, pois esse desconhecimento pode, inclusive, atrapalhar na captação de recursos junto a investidores, conforme comentário do entrevistado 13.

Ao se difundir que investimento de impacto é o investimento realizado em negócios que visam gerar, de forma intencional, valor social mensurável, acompanhado de retorno financeiro, esclarece-se que não se trata de um mecanismo de *green washing* ou *social washing*, conforme trazido pelos entrevistados 2 e 13, quando afirmam que alguns investidores têm esse tipo de desconfiança.

Apesar da dificuldade exposta nos parágrafos anteriores, foi possível relacionar as respostas dos entrevistados ao *framework* de Comini (2016, p. 52) e identificar que os elementos mais mencionados pertencem às dimensões de “capital humano”, que inclui acesso à educação, acesso a serviços de saúde e alimentação saudável e “cidadania”, que inclui identidade profissional, reconhecimento de direitos e consciência ambiental. Nota-se que são dimensões

relacionadas às necessidades básicas do ser humano, como acesso à saúde e reconhecimento de direitos.

Essa percepção dos entrevistados converge com a quantidade de comentários feitos no sentido de que umas das oportunidades no Brasil para esse setor é justamente o alto índice de desigualdade do país e elevado número de problemas sociais.

Interessante observar que nenhum dos 18 entrevistados citaram elementos que se relacionavam à dimensão de “reúso de materiais”, que envolve reciclagem de matérias e gestão de resíduos sólidos e têxteis. Essa é uma agenda em ascensão nos países desenvolvidos¹⁰⁴, mas diante de tantos problemas de necessidades básicas no Brasil, parece que essa dimensão de geração de valor social fica distante da lembrança dos atores do setor. Por sua vez, abre-se oportunidade para desenvolvimento de novos negócios que explorem essa atividade de forma sustentável e com intencionalidade expressa de gerar valor social, além de retorno financeiro, como é o caso das empresas Triciclos¹⁰⁵ e Recicladora Urbana¹⁰⁶.

Três entrevistados relacionaram o conceito de valor social à segurança, paz e não-violência. Este autor não vislumbrou uma relação direta desses elementos com as dimensões propostas por Comini (2016, p. 52) e, portanto, faz-se a reflexão da necessidade de se criar uma nova dimensão complementar ao referido *framework*, que abrangeria elementos relacionados à segurança, e questiona-se a possibilidade de os elementos de segurança pertencerem à dimensão “cidadania”, por implicar no reconhecimento de um direito¹⁰⁷. Neste trabalho, os elementos relacionados à segurança foram considerados como pertencentes à dimensão “cidadania”.

Em relação à geração de valor social por meio dos investimentos de impacto realizados em negócios sociais, não foi possível identificar em que grau os investidores de impacto estão contribuindo para que esses negócios potencializem a geração de valor social aos beneficiários finais. Ou seja, não foi possível identificar a geração de impacto de empresa, tampouco de impacto de investimento, condições tidas como obrigatórias por Brest et al. (2016, on-line) para

¹⁰⁴ Vide exemplo em matéria da Revista Exame intitulada “15 países que dão lição em reciclagem de lixo”. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mundo/15-paises-que-dao-licao-em-reciclagem-de-lixo/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁰⁵ Site institucional: <<http://www.triciclos.net/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁰⁶ Site institucional: <<http://www.recicladoraurbana.com.br/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁰⁷ Nos termos dos Artigos 5º e 144, da Constituição Federal, é dever do Estado garantir a segurança dos cidadãos.

geração de valor social por meio de investimentos. O principal motivo pelo qual não se conseguiu chegar a uma resposta é o próprio estágio de desenvolvimento do ecossistema, ainda muito incipiente.

No entanto, é importante destacar que todos os representantes de negócios que receberam investimento de impacto disseram que os investidores estão contribuindo com seus negócios. Em sua maioria, os elementos de contribuição trazidos pelos entrevistados se referem à categoria “impacto financeiro”, na proposta de Brest et al. (2016, on-line), seja pela disponibilização de recursos a taxas abaixo de mercado, pela assessoria estratégica prestada ao negócio ou pela abertura a novas redes de relacionamento.

Elementos relacionados à categoria “impacto de sinalização” praticamente não foram mencionados pelos entrevistados. Uma hipótese que pode ser investigada em estudos futuros para identificar o motivo desse resultado é a de que o investidor brasileiro teria um perfil mais passivo diante de seus investimentos, tal como descrito pelo entrevistado 11, ou de esse tipo de impacto estar mais relacionado à atuação do investidor em grandes empresas, de modo que ainda seria difícil de observar esse fenômeno no Brasil em razão de a maioria dos negócios sociais estarem em um estágio inicial de desenvolvimento.

Destaca-se que apenas um entrevistado manifestou opinião afirmando que os investidores de impacto não estariam contribuindo com os negócios, pois dariam muita atenção a detalhes do negócio (*micromanagement*), inclusive em termos de métricas de impacto social, não contribuindo com o seu desenvolvimento e crescimento.

Mencionado como assunto polêmico por alguns entrevistados, o fato de o ecossistema de negócios e investimento de impacto ser ainda novo no país é fator relevante para a definição da taxa de retorno do investimento de impacto para apenas seis entrevistados. Interessante destacar que quatro dos sete entrevistados do grupo de demanda de capital entendem que a taxa de retorno de investimentos em negócios de impacto deve seguir a média de mercado, sendo que para um deles deve ser abaixo do valor de mercado apenas se o investidor for uma organização sem fins lucrativos, o que demonstra o perfil competitivo desses empreendedores e de seus negócios perante o mercado em geral.

No médio e longo prazo, a maioria dos entrevistados entende que as taxas de retorno de investimentos em negócios de impacto deveriam seguir as taxas de retorno de investimentos em negócios tradicionais, o que mostra que a maioria entende que os negócios sociais devem atuar dentro de uma lógica de mercado, com retornos financeiros competitivos, além da geração de valor social.

Em relação à avaliação de potencial de impacto realizada antes do investimento, dentre os quinze entrevistados que responderam como é feita essa avaliação prévia, onze disseram que se trata de uma avaliação aproximativa, ou seja, não é realizada com base em indicadores concretos.

Após o investimento, no entanto, todos os atores do grupo de oferta de capital e todos os representantes do grupo de demanda de capital que receberam investimento relataram que os investidores acompanham indicadores de geração de valor social do negócio. Esse resultado pode ser interpretado como positivo, e representa um indício do amadurecimento do setor. Ainda que haja uma avaliação mais aproximativa antes da entrada do investidor, após o recebimento desse investimento os indicadores de geração de valor social dos negócios são reportados pelos negócios e acompanhados pelos investidores a partir de reuniões e relatórios periódicos.

Na percepção deste autor, e a partir dos resultados obtidos nesta pesquisa, há indícios de que a importância da mensuração do impacto social do negócio é reconhecida por todos os atores do setor. O desafio parece estar em identificar qual tipo de avaliação deve ser aplicada em cada estágio do negócio, e, especialmente, fazer com que o custo dessa avaliação esteja adequado ao orçamento enxuto do negócio que se encontra em estágio inicial de desenvolvimento.

Segundo os entrevistados, os principais desafios do ecossistema de negócios e investimento de impacto são: acesso e volume de capital, contexto brasileiro e o próprio amadurecimento dos negócios sociais e investimento de impacto. Esses três desafios também constam do relatório da ANDE de agosto de 2016.

O setor ainda é dependente de grandes fortunas, há pouco capital semente disponível para negócios em estágio inicial e há poucas opções para investidores alocarem seus recursos em negócios de impacto, em razão de uma alta concentração em fundos de investimento, que só

podem receber investimento de investidores que possuam mais de um milhão de reais em aplicações financeiras, por regras da CVM. Nesse contexto, este autor enxerga a possibilidade de maior utilização de plataformas de *crowdfunding* para fomentar investimentos em negócios sociais.

Os desafios relacionados ao país não se referem apenas ao contexto político-econômico, mas também à legislação ultrapassada e burocracia para os negócios se desenvolverem. Sobre amadurecimento dos negócios, o mercado ainda espera casos de sucesso de negócios de impacto com comprovação de sua capacidade de gerar retorno financeiro e impacto social positivo.

Ao mesmo tempo em que o país em si é visto como um desafio, a maior parte dos entrevistados também enxerga uma oportunidade no Brasil, especialmente em razão da quantidade de problemas sociais que ainda não foram resolvidos e do tamanho do mercado consumidor, um dos maiores do mundo.

As outras oportunidades mais citadas pelos entrevistados estão relacionadas a oportunidades de investimento, bem como à quantidade e à qualidade de profissionais interessados em trabalhar com negócios sociais e investimento de impacto, na busca de mais propósito no desempenho de seus trabalhos. As oportunidades de investimento foram apontadas especialmente em razão de os negócios sociais poderem buscar recursos de vários tipos de investidores, aqueles que buscam apenas ou primordialmente impacto social, como é o caso de organizações do terceiro setor, aqueles que priorizam o retorno financeiro e aqueles que investem seus recursos com a intenção dupla de obter retorno financeiro acompanhado de impacto social positivo.

Os aprendizados destacados pelos entrevistados estão relacionados principalmente ao modelo de negócio social, e giram em torno de percebê-lo como um modelo possível, mas com o qual é preciso ter perseverança, bem como do fato de que todos estão aprendendo e experimentando iniciativas nesse setor. Especialmente nesse momento do ecossistema, em que a maioria dos negócios sociais encontram-se em estágio inicial, há uma preocupação mais voltada para a operação em si do que para a mensuração de impacto social. Na opinião deste autor, esse é um movimento lógico e natural, pois não é possível gerar impacto social se a operação não se sustentar do ponto de vista financeiro. A ausência da sustentabilidade financeira é elemento típico de filantropia e de organizações do terceiro setor. Assim, se essa sustentabilidade não for comprovada ao longo dos anos, não se estará diante de um negócio social.

Outro aprendizado destacado por dois entrevistados é a importância da equipe empreendedora no sucesso do negócio – “os negócios são tão bons quanto os empreendedores por trás desses negócios”. Em razão disso, reforça-se a necessidade de haver mais organizações intermediárias, como aceleradoras e universidades, com programas dedicados a atuar na formação de empreendedores.

O futuro do setor no Brasil é promissor. Todos os entrevistados destacaram expectativas positivas em relação ao desenvolvimento do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no país, embora alguns tenham levantado certos receios, como o de investidores mais direcionados a retorno financeiro desvirtuarem o propósito do investimento de impacto e dos negócios sociais investidos, de modo a privilegiarem o lucro em detrimento à geração de valor social.

Apesar de promissora, a opinião é dividida em relação à participação dos grandes bancos nessa agenda nos próximos dez anos. Alguns entendem que até lá haverá produtos para famílias de alta renda poderem realizar investimentos de impacto, outros não conseguem vislumbrar uma sensibilização dos bancos para esse tipo de investimento. O lado positivo é que os entrevistados destacaram que se observa um número crescente de atores interessados no assunto e que é necessária uma pressão dos clientes para que os bancos se movimentem, além de coragem de todos os envolvidos para que riscos maiores sejam tomados em benefício de um propósito maior oferecido pelos investimentos de impacto.

O estudo das percepções dos diferentes atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto em relação a temas de interesse transversal do setor traz uma importante contribuição, na medida em que aprofunda o conhecimento para o público em geral sobre o fenômeno recente no país que é a emergência de negócios sociais e investidores de impacto. Além disso, permite que cada ator conheça as percepções de organizações de outros grupos e, também, de seus pares sobre temas relevantes do ecossistema.

Este trabalho trouxe luz a um problema nevrálgico do campo, que é justamente a dificuldade de se explicar ao grande público o que é investimento de impacto, negócios sociais, e como esses negócios podem gerar valor social. Além de apresentarem entendimentos diferentes sobre o conceito de valor social, tratado por alguns como sinônimo de impacto social, os próprios atores identificaram a necessidade de se ter uma clareza e bases comuns no uso dessas

terminologias, o que poderia facilitar o trabalho de captação de recursos para os negócios e fundos de investimento, bem como contribuir para que investimentos de impacto deixem de ser vistos por investidores como “café com leite” e passem a fazer parte do *mainstream*.

As desconfianças entre os investidores de que o investimento de impacto seria uma modalidade de *social washing* ou *green washing* são prejudiciais ao desenvolvimento do setor, e não guardam qualquer relação com investimentos carregados de um propósito duplo – de gerar impacto social positivo intencional e mensurável, acompanhado de retorno financeiro.

Ainda como contribuição, há oportunidades identificadas neste estudo que podem servir de norte para a atuação das organizações que já participam do ecossistema, bem como para a entrada de novos atores. Um exemplo é a exploração de atividades comerciais e de sensibilização da população sobre reciclagem de materiais e gestão de resíduos sólidos, atividades que não foram citadas por nenhum dos entrevistados como elementos de geração de valor social.

Por fim, o ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto, ainda muito centralizado no município de São Paulo, mostra indícios de que está aberto a acolher pessoas e organizações de outras cidades e estados, ao mesmo tempo em que os próprios atores identificam a necessidade de que essa agenda seja difundida para outras regiões.

6.1 Limitações do estudo e sugestões para estudos futuros

Dentre as limitações deste estudo, cabe destacar que os entrevistados que participaram desta pesquisa foram selecionados de forma intencional, havendo assim interferência direta do pesquisador. Além disso, o fato de alguns entrevistados terem conhecimento prévio do pesquisador pode ter interferido de alguma forma nas respostas. Ainda em relação ao público pesquisado, é importante mencionar que há diversos tipos de investidores que integram o grupo de oferta de capital. No entanto, para este estudo foram entrevistadas apenas três organizações, representantes de banco de fomento, entidade do terceiro setor e *family office*. Caso outras pessoas ou organizações tivessem participado, os resultados poderiam ser diferentes.

À medida que surgem novos mapeamentos e relatórios do setor, como o realizado pela Pipe Social, sugere-se realizar uma pesquisa de abordagem quantitativa para investigar como os

resultados deste estudo se relacionam com os resultados da referida pesquisa quantitativa. Outro estudo relevante pode ser conduzido com investidores de impacto e empresas investidas para identificar os principais benefícios identificados pelos empreendedores que receberam investimento e se há algum ponto negativo ou de reclamação por parte dos empreendedores, pesquisa esta que permitirá entender melhor a relação entre investidor de impacto e negócio social que recebeu investimento.

Por fim, sugere-se que sejam realizados estudos para pesquisar como é possível mensurar as externalidades positivas e negativas dos negócios, assunto mencionado por vários atores ao longo das entrevistas, bem como quais são os tipos de avaliação de impacto que podem ser aplicados a negócios sociais em estágio inicial.

REFERÊNCIAS

ABRAMOVAY, R.; NOVAK, V. **Casos de estudio sobre empresas brasileñas**: Terra Nova y el sector inmobiliario en Brasil. [S.l.: OMIN, 2013. Disponível em: <http://academiab.org/wp-content/uploads/2015/03/TERRA-NOVA-_Case-Brasil2.pdf>. Acesso em: 11 mar. 2017.

ANDERSON, A. **The Community Builder's Approach to the Theory of Change**: a practical guide to theory development. Nova Iorque: The Aspen Institute, 2005.

ANJOS DO BRASIL. **O que é um investidor-anjo**. [S.l.: s.n.], [201?]a. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>>. Acesso em: 11 mar. 2017.

_____. **História, missão e termos**. [S.l.: s.n.], [201?]b. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/missatildeo-e-histoacuterico.html>>. Acesso em: 11 mar. 2017.

ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS (ANDE). **Mapping the Social/Inclusive Business field in Brazil**. [S.l.: s.n.], novembro 2011. Disponível em: <https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/docs/ande/Mapping%20Social%20&%20Inclusive%20Businesses%20in%20Brazil%20-%20complete%20report%2028_11.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2017.

_____. **Mapa do Setor de Investimento de Impacto no Brasil**. [S.l.: s.n.], maio 2014. Disponível em: <https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/upload/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_PORTUGUES.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2016.

_____. **Panorama do Setor de Investimento de Impacto da América Latina**. [S.l.: s.n.], ago. 2016. Disponível em: <http://c.ymcdn.com/sites/www.andeglobal.org/resource/resmgr/docs/LatAm_ImpInv_Report_-_Portug.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2016.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS EMPRESAS DE VENDA DIRETA (ABEVD). **Perguntas Frequentes**. [S.l.: s.n.], [201?]. Disponível em: <<http://www.abevd.org.br/venda-direta/perguntas-frequentes/>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

ASSOCIAÇÃO DOS AMIGOS E PAIS DE PESSOAS ESPECIAIS (AAPPE). **Site institucional**. [S.l.: s.n.], [201?]. Disponível em: <<http://www.aappe.org.br/index.php>>. Acesso em: 22 jul. 2017.

B-ANALYTICS. **Our history**. [S.l.: s.n.], [201?]. Disponível em: <<http://b-analytics.net/about-us/our-history>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

BANCO MUNDIAL. **Poverty Overview**. Washington: Grupo Banco Mundial, 2016a. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/en/topic/poverty/overview>>. Acesso em: 19 fev. 2017.

_____. **Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial de 2016: Dividendos Digitais**. Washington: Grupo Banco Mundial, 2016b. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/788831468179643665/pdf/102724-WDR-WDR2016Overview-PORTUGUESE-WebResBox-394840B-OUO-9.pdf>>. Acesso em: 04 fev. 2017.

BANNICK, M.; GOLDMAN, P.; KUBZANSKY, M.; SALTUK, Y. Across the Returns Continuum. **Stanford Social Innovation Review**. Stanford: SSIV, 15 nov. 2016. Disponível em: <https://ssir.org/articles/entry/across_the_returns_continuum>. Acesso em: 09 jul. 2017.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BARKI, E. O mercado da base da pirâmide. In: BARKI, E. et al. **Negócios com impacto social no Brasil**. 1 ed. São Paulo: Peirópolis, 2013.

BARKI, E.; COMINI, G.; CUNLIFFE, A.; HART, S. L.; RAI, S. Social entrepreneurship and social business: retrospective and prospective research. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 55, n. 4, [S.l.], p.380-384, jul./ago. 2015. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/rae/vol55-num4-2015/social-entrepreneurship-and-social-business-retrospective-and-prospective-resear>>. Acesso em: 05 fev. 2017.

BENCHMARKING DO INVESTIMENTO SOCIAL CORPORATIVO (BISC) – RELATÓRIO 2016. São Paulo: Comunitas, 2016. Disponível em: <http://comunitas.org/wp-content/uploads/2017/01/relatorio_bisc_2016_internet1.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2017.

BOCH, J.; ROTONDARO, A.; MEYNHARDT, T. Dr.Consulta: Desafios do Empreendedorismo no Investimento de Impacto na Saúde para a Base da Pirâmide no Brasil. **Instituto de Cidadania Empresarial**. [S.l.]: University of St. Gallen, 2014. Disponível em: <<http://ice.org.br/blog-rede-nifs/wp-content/uploads/2016/07/CASE-Dr-Consulta-Portugues-ICE-St-Gallen-BOCH-ROTONDARO.compressed.pdf>> Acesso em: 27 fev. 2017.

BORZAGA, C; GALERA, G. Social Enterprise: an international overview of its concepts evolution and legal implementation. In: **2nd EMES International Conference on Social Enterprise**, 2009. Disponível em: <http://www.fdsc.ro/library/prometeus/Social_enterprise.An_international_overview.pdf>. Acesso em: 27 fev. 2017.

BRASIL. **Comissão de valores mobiliários**. Edital de Audiência Pública SDM N° 06/2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf>. Acesso em: 02 jul. 2017.

BREST, P.; GILSON, R.; WOLFSON, M. How investors can (and can't) create social value. **Stanford Social Innovation Review**. Stanford: SSIV, 08 dez. 2016. Disponível em: <https://ssir.org/up_for_debate/article/how_investors_can_and_cant_create_social_value>. Acesso em: 09 jul. 2017.

BUGG-LEVINE, A.; EMERSON, J. Impact Investing: Transforming how we make money while making a difference. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**. v. 6, n. 3, Massachusetts, MIT, p. 9-18, 2011. Disponível em: <http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00077>. Acesso em: 18 fev. 2017.

CHU, M. Commercial Returns at the Base of the Pyramid. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**. v. 2, n. 1-2, [S.l.], p.115-146, Winter/Spring 2007. Disponível em: <<http://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/itgg.2007.2.1-2.115>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

COCAMAR. **Diferenciais da Cooperativa**. Maringá: [s.n.], [201?]. Disponível em: <<https://www.cocamar.com.br/pagina/diferenciais-da-cooperativa>>. Acesso em: 27 fev. 2017.

COMINI, G. M. et al. O novo campo dos negócios com impacto social. In: BARKI, E. et al. **Negócios com Impacto Social no Brasil**. São Paulo: Peirópolis, 2013.

COMINI, G. M. **Negócios sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras**. 2016. 166 f. Tese de livre-docência – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

_____; BARKI, E.; AGUIAR, L. A Three-Pronged Approach to Social Business: A Brazilian Multi-Case Analysis. **Revista de Administração da USP**, v.47, n.3, São Paulo, p. 385-397, jul./ago./set. 2012.

CORPORATE KNIGHTS. **2017 Global 100 results**. [S.l.: s.n.], 16 jan. de 2017. Disponível em: <<http://www.corporateknights.com/reports/2017-global-100/2017-global-100-results-14846263/>>. Acesso em: 25 jan. 2017.

DAMATTA, R. **O que faz o Brasil, Brasil?** Rio de Janeiro: Rocco, 1984.

DEES, J. G. **The meaning of social entrepreneurship**. Durham, USA: Center for the Advancement of Social Entrepreneurship (CASE). The Fuqua School of Business, Duke University, 2001.

DEFOURNY, J.; NYSSSENS, N. **El enfoque EMES de empresa social desde una perspectiva comparada**. EMES European Research Network. Espanha, 2013. Disponível em: <http://emes.net/content/uploads/publications/EMES_WP_13-01.pdf>. Acesso 22 jul. 2017.

DRUKER, P. F. **Inovação e espírito empreendedor**. São Paulo: Editora Pioneira, 1987.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989.

EMERSON, J. Mighty Wave. In: EMERSON, J.; BUGG-LEVINE, A. **Impact Investing: Transforming how we make money while making a difference**. San Francisco: Jossey-Bass, 2011.

EMERSON, J. The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns. **California Management Review**. v. 45, n. 4, [S.l.], p. 35-51, Summer 2003.

FERRIS, V. Is it fair to do business with the poor? **World Microfinance Forum: Geneva Papers on Inclusiveness**, Symposium Special Issue, n. 1-2, Genebra, Suíça, out. 2008. Disponível em: <<http://www.othercanon.org/uploads/Is%20it%20Fair%20to%20do%20business%20with%20the%20Poor.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2017.

FISCHER, R. M. Agenda social no Brasil. In: MENDONÇA, P. E. (Org.). **Gestão Social: Mobilizações e conexões**. São Paulo: LCTE Editora, 2012.

_____. Negócios sociais. In: BOULLOSA, R. (org.). **Dicionário para a formação em gestão social**. Salvador: CIAGS/UFBA, 2014. p. 125-127.

_____; COMINI, G. M. Sustainable Development: From Responsibility to Entrepreneurship. **Revista de Administração da USP**, v.47, n.3, São Paulo, p.363-369, jul./ ago./set. 2012.

FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS (FTFS). **Sugestões para potencializar as Finanças Sociais e os Negócios de Impacto no Brasil**. [S.l.: s.n.], out. 2014. Disponível em: <http://forcatarefafinancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/01/2014_10_15-Paper-FT-O-Papel-de-Bancos-de-Desenvolvimento-no-Campo-das-Financas-Sociais.pdf>. Acesso em: 03 abr. 2016.

_____. **Carta de Princípios para Negócios de Impacto no Brasil**. [S.l.: s.n.], abr. 2015a. Disponível em: <http://forcatarefafinancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/10/Carta_Principios.pdf>. Acesso em: 19 fev. 2017.

_____. **Finanças Sociais: Soluções Para Desafios Sociais e Ambientais – Uma nova mentalidade para gerenciar recursos e necessidades da sociedade**. [S.l.: s.n.], out. 2015b. Disponível em <http://forcatarefafinancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/10/Finan%C3%A7as-Sociais_Solu%C3%A7%C3%B5es.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2016.

FREIREICH, J; FULTON, K. **Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry**. San Francisco: Monitor Institute, 2009.

GIFE. **Investimento Social Privado**. [S.l.: s.n.], [200?]. Disponível em: 29 jan. 17. <<http://gife.org.br/investimento-social-privado/>>. Acesso em: 29 jan. 2017.

_____. **Negócios de impacto social**. [S.l.: s.n.], [201?]. Disponível em: <<http://gife.org.br/agendas-estrategicas/negocios-de-impacto-social/>>. Acesso em: 29 jan. 2017.

_____. **Censo GIFE 2014**. São Paulo: GIFE, 2015.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN). **About GIIN**. [S.l.: s.n.], [200?]. Disponível em: <<https://thegiin.org/about>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

_____. **Annual Impact Investor Survey**. [S.l.: s.n.], maio 2016. Disponível em: <<https://thegiin.org/knowledge/publication/annualsurvey2016>>. Acesso em: 21 jul. 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2008.

GUTIÉRREZ, R.; EZEQUIEL, R.; TRUJILLO, D. Empresas sociais: ¿una especie en busca de reconocimiento? **Revista de Administração – RAUSP**. v. 41, n. 4, São Paulo, p. 404-418, 2006.

GVCES. **Green Bonds**. São Paulo: Centro de Estudos em Sustentabilidade da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas; FEBRABAN, 2015. Disponível em: <http://mediadrawer.gvces.com.br/publicacoes/original/2_febraban_portugues_gb.pdf>. Acesso em: 03 jul. 2017.

IBGE. Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento. **Pesquisa Nacional de Saúde 2013**: ciclos de vida: Brasil e grandes regiões. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. Disponível em: <<http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94522.pdf>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Site institucional**. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 17 abr. 2016.

IRIS. **Environmental Impact Objectives**. [S.l.: s.n.], 2016. Disponível em: <<https://iris.thegiin.org/metric/4.0/OD4108>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

_____. **IRIS Metrics**. [S.l.: s.n.], [200?]. Disponível em: <<https://iris.thegiin.org/metrics>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

IZZO, D. Entrevista com Daniel Izzo. **Revista Pequenas Empresas e Grandes Negócios**. Rio de Janeiro: Globo, 16 fev. 2017. Disponível em: <<http://revistapegn.globo.com/Banco-de-ideias/Negocios-sociais/noticia/2017/02/transformacao-social-positiva-e-uma-utopia-gente-nunca-vai-estar-la.html>>. Acesso em: 19 fev. 2017.

_____. Fontes de Financiamento. In: BARKI, E. et al. **Negócios com Impacto Social no Brasil**. São Paulo: Peirópolis, 2013.

J.P. MORGAN. **Impact Investments**: An Emerging Asset Class. [S.l.]: J.P. Morgan Global Research, 29 nov. 2010. Disponível em: <<http://www.ita.doc.gov/td/finance/publications/JPMorgan%20II%20Report.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

_____. **Perspectives on Progress**: The Impact Investor Survey. [S.l.]: Global Social Finance, 07 jan. 2013. Disponível em: <<https://thegiin.org/knowledge/publication/perspectives-on-progress>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

_____. **Spotlight on the Market**: The Impact Investor Survey. [S.l.]: Global Social Finance, 02 maio 2014. Disponível em: <<https://thegiin.org/knowledge/publication/spotlight-on-the-market-the-impact-investor-survey>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

KHANDKER, S. R.; KOOLWAL, G. B.; e SAMAD, H. A. **Handbook on impact evaluation**: quantitative methods and practices. Washington: The World Bank, 2010.

KIM, W. C.; MAUBORGNE, R. **A estratégia do oceano azul**: como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KRAKAUER, P.; MARQUES, J. A.; ALMEIDA, M. I. R. Mestrado Profissional em Administração Profissional em Administração: Diretrizes na Elaboração dos Projetos. In: **XXXIX ENANPAD**, Belo Horizonte, 2015.

LAZZARINI, S.; ROTONDARO, A. **Como remunerar por impacto?** A evolução dos títulos de impacto social. Palestra. São Paulo: INSPER, 29 mar. 2016.

LIGA SOLIDÁRIA. **Relatório Anual de 2015**. São Paulo: Liga Solidária, 2016. Disponível em: <http://www.ligasolidaria.org.br/wp-content/uploads/2016/06/LS4494-13044_AF_RELATORIO_ANUAL_2016.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2017.

MÁRQUEZ, P.; REFICCO, E.; BERGER, G. La nueva mirada a la relación entre los mercados y los pobres. In: _____. **Negocios inclusivos**: iniciativas de mercado con los pobres de Iberoamérica. Bogotá, Colômbia: SEKN, 2010.

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MAZZON, J. A. **Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social**. 1981. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1981.

MEA. **Ecosystems and human well-being**: synthesis. Washington, DC: Island Press, 2005.

MENDOZA, R. U. Why do the poor pay more? Exploring the poverty penalty concept. **Journal of International Development**, v. 23, n. 1, [S.l.], p. 1-28, jan. 2011.

MENEZES, R.; FERREIRA, P. O investimento de impacto como uma tese de venture capital. **Revista Capital Aberto**, v. 142, São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://capitalaberto.com.br/boletins/vc-e-emprededorismo-derraik/o-investimento-de-impacto-como-uma-tese-de-venture-capital/#.VwGLUfkrKUI>>. Acesso em: 03 abr. 2016.

MERTON, R. K. **Sociologia, teorias e estrutura**. São Paulo: Mestre Jou, 1970.

MÉTRICAS na Prática. Apresentação feita por Gilberto Ribeiro e Tuca Ramos em 28 de julho de 2016. [S.l.]: Aspen Network Of Development Entrepreneurs (ANDE), 2016. Disponível em: <http://www.andeglobal.org/m/event_details.asp?id=840200>. Acesso em: 09 jan. 2017.

NAÇÕES UNIDAS. **Secretary-General Kofi Annan to the World Summit on Sustainable Development in Johannesburg, 2 September**. [S.l.], 03 set. 2002. Disponível em: <<https://www.un.org/sg/en/content/sg/speeches/2002-09-03/secretary-general-kofi-annan-world-summit-sustainable-development>>. Acesso em: 25 jan. 2017.

NAÇÕES UNIDAS. **Transformando Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável**. [S.l.], 2015. Disponível em: <<https://nacoesunidas.org/wp-content/uploads/2015/10/agenda2030-pt-br.pdf>>. Acesso em: 01 jul. 2017.

NATHOO, R. 2016 year in review: a look at how far impact investing has come...and will go. In: **CASE FOUNDATION**. [S.l.: s.n], jan. 2017. Disponível em: <<http://casefoundation.org/blog/2016-year-in-review-a-look-at-how-far-impact-investing-has-come-and-will-go/>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

NATURA. **História: Nossa jornada**. [S.l.: s.n.], [201?]. Disponível em: <<http://www.natura.com.br/a-natura/sobre-a-natura/historia>>. Acesso em: 22 jul. 2017.

NOGUEIRA, F. A.; SCHOMMER, P. C. Quinze anos de investimento social privado no Brasil: Conceito e Práticas em Construção. IN: **XXXIII Encontro da ANPAD**, [S.l.] 2009.

O GLOBO. **O que foi a Rio 92**. Rio de Janeiro: Globo, 30 jun. 2012. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/rio20/o-que-foi-rio-92-4981033>>. Acesso em: 24 jan. 2017.

OLIVEIRA FILHO, G. R.; KIYAMA, R. S.; COMINI, G. M. Os desafios de mensurar o impacto social. In: BARKI, E. et al. **Negócios com impacto social no Brasil**. 1 ed. São Paulo: Peirópolis, 2013.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. Creating shared value: How to reinvent capitalism-and unleash a wave of innovation and growth. **Harvard Business School**, jan./fev. 2011.

PORTOCARRERO, F.; DELGADO, Á. Negocios Inclusivos y generación de valor social. IN: MÁRQUEZ, P.; REFICCO, E.; BERGER, G. (orgs.). **Negocios inclusivos**: iniciativas de mercado con los pobres de Iberoamérica. Bogotá, Colômbia: SEKN, 2010.

PRAHALAD, C. K. **The Fortune at the Bottom of the Pyramid**: Eradicating Poverty through Profits, Upper Saddle River, NJ: Wharton School Publishing, 2005.

PRAHALAD, C. K.; HART, S. The Fortune at the Bottom of the Pyramid. **Strategy+Business**, v. 26, [S.l.], p. 2-14, 2002.

PROJETO BRASIL 27. [S.l.: s.n.], 2015. Disponível em: <http://www.projetobrasil27.com.br/caso/alagoas/>. Acesso em: 01 mar. 2017.

ROCKEFELLER FOUNDATION. **Accelerating Impact**: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry. Nova Iorque: E.T. Jackson and Associates Ltda., jul. 2012. Disponível em: <<https://assets.rockefellerfoundation.org/app/uploads/20120707215852/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

RODIN, J.; BRANDENBURG, M. **The Power of Impact Investing**: Putting Markets to Work for Profit and Global Good. [S.l.], Wharton Digital Press, 2014.

SAÚTIL. **Site institucional**. Disponível em: <<http://www.sautil.com.br>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

SCHUMPETER, A. J. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SEBRAE. **Fundos de Investimento**. Cartilhas de Capital Empreendedor. Brasília – DF, Sebrae, 2015. Disponível em: <[http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/802769fc4b3214705d0e37df4bb80c6d/\\$File/5661.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/802769fc4b3214705d0e37df4bb80c6d/$File/5661.pdf)>. Acesso em: 08 abr. 2017.

SELLTIZ et al. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais**. São Paulo: E.P.U./ Edusp, 1974.

SEN, A. **Desenvolvimento como Liberdade**. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

SITAWI. **Quem somos**. São Paulo: Rio de Janeiro, [201?]. Disponível em: <<https://www.sitawi.net/a-sitawi/>>. Acesso em: 29 jan. 2017.

SSIR – STANFORD SOCIAL INNOVATION REVIEW. **How Foundations are Shaping the Future of Impact Investing**. Stanford: Stanford University, 2017. Disponível em: <https://ssir.org/mission_possible_how_foundations_are_shaping_the_future_of_impact_investing>. Acesso em: 04 jul. 2017.

STEVENSON, H.H. **A perspective on entrepreneurship**. Harvard Business School Working Paper No. 9-384-131. Boston: Harvard Business School, 1983.

TELLES, R. A efetividade da “matriz de amarração” de Mazzon nas pesquisas de Administração. **Revista de Administração**. v. 36, n. 4, São Paulo, p. 64-72, 2001.

TEM. **Site institucional**. Disponível em: <<http://www.meutem.com.br/>>. Acesso em: 14 jan. 2017.

VALOR ECONÔMICO. **Ranking**: As 1000 maiores empresas. Rio de Janeiro, Grupo Globo: 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor1000/2016/ranking1000maiores>>. Acesso em: 27 fev. 2017.

VERGARA, S. C. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2015.

WINSHIP, C.; MORGAN, S. L. The estimation of causal effects from observational data. **Annual Review of Sociology** v. 25, [S.l.], p. 659-706, 1999.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: Planejamento e Métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

YUNUS, M. **Criando um Negócio Social**: Como iniciativas economicamente viáveis podem solucionar os grandes problemas da sociedade. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – Roteiro de Entrevista (antes do pré-teste)

APÊNDICE 2 – Roteiro de Entrevista (versão aplicada)

APÊNDICE 1 – Roteiro de Entrevista (antes do pré-teste)

Apresentação ao respondente: o objetivo desta entrevista é **(a)** identificar você e a organização que você representa no ecossistema brasileiro de finanças sociais e **(b)** entender sua percepção sobre *(i)* o conceito de valor social, compreendidos nessa expressão tanto os aspectos sociais quanto os ambientais, e *(ii)* a geração de valor social resultante de investimentos em negócios de impacto no Brasil. Por “negócios de impacto” entenda-se negócios que visam gerar impacto social positivo acompanhado de lucro.

A duração prevista para esta entrevista é de aproximadamente 45 minutos. Com o objetivo de garantir maior confiabilidade na análise das respostas, a entrevista será gravada. Podemos começar?

Bloco 1 – Identificação do respondente

- Você poderia me dizer o seu nome completo e o nome da sua organização?
- Considerando que, segundo a Força Tarefa de Finanças Sociais, organização de fomento aos negócios sociais, o ecossistema de finanças sociais é composto por três grupos de atores – **oferta de capital**, composto por diversos tipos de investidores, como pessoas físicas, pessoas jurídicas, governo, bancos de fomento, fundações e institutos, **demandas de capital**, composto pelos negócios sociais, e **intermediários**, que conectam a oferta à demanda de capital, composto por fundos de investimento, aceleradoras, consultorias de mensuração de impacto social, assessoria jurídica, universidades e organizações que constroem o referencial conceitual do campo, em qual dos três sua organização se inclui?
- Considerando que você se identificou como um ator do grupo “oferta de capital”/“intermediário”/“demandas de capital”, poderia me explicar como a sua organização atua?

Bloco 2(a) – Geração de valor social

- O que você entende por valor social?
- Você entende que os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? Caso sim, como?
- Com relação à taxa de retorno do investimento, você entende que o investidor de impacto deve exigir taxas médias de mercado, abaixo ou acima? Por quê? Se a resposta for “depende”, em quais situações a expectativa de retorno deve ser abaixo da taxa de mercado (*concessionary*

investment) e quando dever ser de acordo com a taxa média de mercado ou acima (*non-concessionary investment*)?

Bloco 2(b) – Avaliação de Potencial de Impacto e Monitoramento

Para investidores:

- i) Antes de realizar o investimento, você avalia se o negócio tem potencial para gerar valor social? Caso sim, como é feita essa avaliação?
- ii) Você monitora o desempenho do(s) negócio(s) de impacto em que investiu para verificar se há geração de valor social? Caso sim, como?

Para negócios sociais:

- O seu negócio recebeu investimento de impacto?

A - Caso sim:

- i) Antes de realizar o investimento, o(s) investidor(es) avaliou(aram) se seu negócio tinha potencial para gerar valor social? Caso sim, como foi feita essa avaliação?
- ii) O(s) investidor(es) que investiu(ram) em seu negócio monitora(m) o desempenho da sua organização para verificar se há geração de valor social?

B - Caso não, você já recebeu alguma proposta para receber investimento de impacto?

Se sim:

- i) No momento em que recebeu a proposta de investimento, o(s) investidor(es) avaliou(aram) se seu negócio tinha potencial para gerar valor social? Caso sim, como foi feita essa avaliação?
- ii) O(s) investidor(es) que realizou(aram) proposta para investir em seu negócio pretendia(m) monitorar o desempenho da sua organização para verificar a geração de valor social?

**Caso o negócio social não tenha recebido investimento ou, ao menos, proposta de investimento de impacto, a entrevistador deve seguir para o Bloco 3.*

Para intermediários:

- i) Antes de realizar o investimento, os investidores avaliam se o negócio tem potencial para gerar valor social? Caso sim, como é feita essa avaliação?
- ii) Os investidores monitoram o desempenho do negócio de impacto para verificar se há geração de valor social? Caso sim, como?

Bloco 3 – Desafios, oportunidades e aprendizados

- Quais são os principais desafios e oportunidades para negócios e investimento de impacto no Brasil?

- Qual foi a principal lição que você aprendeu em sua atuação no ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil e que pode contribuir para o fomento dessa indústria no Brasil?
- Como você vê o ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil daqui a dez anos?

Obrigado pela entrevista. Do meu lado, concluí as perguntas do meu roteiro. Gostaria de acrescentar algo mais?

APÊNDICE 2 – Roteiro de Entrevista (versão aplicada)

Apresentação ao respondente: O objetivo desta entrevista é **(a)** identificar você e a organização que você representa no ecossistema brasileiro de finanças sociais e **(b)** entender sua percepção sobre (i) o conceito de valor social, compreendidos nessa expressão tanto os aspectos sociais quanto os ambientais, e (ii) a geração de valor social resultante de investimentos em negócios de impacto no Brasil. Por “negócios de impacto” entenda-se negócios que visam gerar impacto social positivo acompanhado de lucro.

A duração prevista para esta entrevista é de aproximadamente 60 minutos. Com o objetivo de garantir maior confiabilidade na análise das respostas, a entrevista será gravada. Podemos começar?

Bloco 1 – Identificação do respondente

- Considerando que, segundo a Força Tarefa de Finanças Sociais, organização de fomento aos negócios sociais, o ecossistema de finanças sociais é composto por três grupos de atores – **oferta de capital**, composto por diversos tipos de investidores, como pessoas físicas, pessoas jurídicas, governo, bancos de fomento, fundações e institutos, **demanda de capital**, composto pelos negócios sociais, e **intermediários**, que conectam a oferta à demanda de capital, composto por fundos de investimento, aceleradoras, consultorias de mensuração de impacto social, assessoria jurídica, universidades e organizações que constroem o referencial conceitual do campo, em qual dos três sua organização se inclui?
- Considerando que você se identificou como um ator do grupo “oferta de capital”/“intermediário”/“demanda de capital”, poderia me explicar como a sua organização atua?

Bloco 2(a) – Geração de valor social

- O que você entende por valor social?
- Você entende que os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? Caso sim, como?
- Com relação à taxa de retorno do investimento, você entende que o investidor de impacto deve exigir taxas médias de mercado, abaixo ou acima? Por quê? Se a resposta for “depende”, em quais situações a expectativa de retorno deve ser abaixo da taxa de mercado (*concessionary*)

investment) e quando dever ser de acordo com a taxa média de mercado ou acima (*non-concessionary investment*)?

Bloco 2(b) – Avaliação de Potencial de Impacto e Monitoramento

Para investidores:

- i) Antes de realizar o investimento, você avalia se o negócio tem potencial para gerar valor social? Caso sim, como é feita essa avaliação? Quais são os principais fatores levados em conta para avaliar o potencial de geração do valor social?
- ii) Sua organização monitora o desempenho do(s) negócio(s) de impacto em que investiu para verificar se há geração de valor social? Caso sim, como? Caso não, qual o motivo e como seria um monitoramento efetivo na sua visão?

Para intermediários:

- i) Antes de realizar o investimento, os investidores avaliam se o negócio tem potencial para gerar valor social? Caso sim, como é feita essa avaliação?
- ii) Os investidores monitoram o desempenho do negócio de impacto para verificar se há geração de valor social? Caso sim, como?

Para negócios sociais:

- O seu negócio recebeu investimento de impacto?

A - Caso sim:

- i) Antes de realizar o investimento, o(s) investidor(es) avaliou(aram) se seu negócio tinha potencial para gerar valor social? Caso sim, como foi feita essa avaliação? Como você se sentiu com esse processo?
- ii) O(s) investidor(es) que investiu(ram) em seu negócio monitora(m) o desempenho da sua organização para verificar se há geração de valor social?

B - Caso não, você já recebeu alguma proposta para receber investimento de impacto?

Se sim:

- i) No momento em que recebeu a proposta de investimento, o(s) investidor(es) avaliou(aram) se seu negócio tinha potencial para gerar valor social? Caso sim, como foi feita essa avaliação?
- ii) O(s) investidor(es) que realizou(aram) proposta para investir em seu negócio pretendia(m) monitorar o desempenho da sua organização para verificar a geração de valor social?

Se não: Como sua empresa está sendo financiada? Como você se sentiria com um processo prévio de avaliação para receber investimento?

Bloco 3 – Desafios, oportunidades e aprendizados

- Quais são os principais desafios e oportunidades para negócios e investimento de impacto no Brasil?
- Qual foi a principal lição que você aprendeu em sua atuação no ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil e que pode contribuir para o fomento dessa indústria no Brasil?
- Como você vê o ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil daqui a dez anos?