

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Maria Eugenia Sosa Taborda

**As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais
de acordo com a teoria da agência**

São Paulo

2021

Prof. Dr. VahanAgogypan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Eduardo KazuoKayo
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

MARIA EUGENIA SOSA TABORDA

As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais
de acordo com a teoria da agência

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de concentração: Administração

Orientador: Prof. Dr. Flavio Hourneaux Junior

Versão Corrigida

São Paulo
2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Departamento de Administração da Universidade de São Paulo

Sosa-Taborda, M. E.

As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais de acordo com a teoria da agência/Maria Eugenia Sosa Taborda.- São Paulo, 2021.

141 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2021.

Orientador: Prof. Dr.: Flavio Hourneaux Junior

1. Negócios Sociais. 2. Investimentos de impacto. 3. Teoria da Agência. 4. Tensões. 5. Dualidade de objetivos. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais de acordo com a teoria da agência

1. Negócios sociais. 2. Investimentos de impacto. 3. *Impact Investing*. 4. Teoria da Agência. 5. Tensões. 6. Conflitos. 7. Dualidade de objetivos. 8. Estudo de casos múltiplos.

Nome: Maria Eugenia Sosa Taborda

Título: As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais de acordo com a teoria da agência

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: 08/12/2021

Banca Examinadora

Prof. Dr. Tania Pereira Christopoulos

Instituição: EACH-USP

Julgamento: Aprovada

Prof. Dr. Maria Sylvia Macchione Saes

Instituição: FEA-USP

Julgamento: Aprovada

Prof. Dr. Heiko Hosomi Spitzack

Instituição: Fundação Dom Cabral

Julgamento: Aprovada

A todos aqueles que sonham por um mundo melhor, mas que têm a capacidade de fazer acontecer no hoje. Temos que sonhar, mas precisamos dos pés no chão, aliando a inteligência, o pensamento coletivo e o pragmatismo. Nesse sentido, este trabalho me brindou com histórias de empreendedores sociais e investidores sensacionais que vêm acelerando e encontrando soluções em prol da sociedade e do meio ambiente. Eles são a prova que é possível sonhar, realizar e impactar positivamente nossa sociedade.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Prof. Orientador Dr. Flávio Hourneaux Junior por ter sempre feito boas perguntas para guiar o meu trabalho. De uma forma muito tranquila e sutil, foi me mostrando possibilidades e olhares sobre a metodologia e o trabalho final. Mais do que o conteúdo em si, tive a oportunidade de visitar meu modelo mental e encontrar novas formas de pensar e resolver problemas acadêmicos, mas também profissionais.

Agradeço a todos os meus professores da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP) que me possibilitaram entender outros temas, refletir e conectar diferentes conteúdos. A excelência dos professores da FEA-USP me surpreendeu e me sinto muito privilegiada por ter tido esta oportunidade. Saio com um sentimento de querer continuar contribuindo com a vida acadêmica e com todos aqueles que querem um mundo melhor.

Agradeço aos meus colegas da Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP) com quem aprendi muito por meio de conversas, histórias e trabalhos em conjunto. Mesmo com a COVID 19, e todo o distanciamento social, foi possível aprender e interagir com muitos deles.

Agradeço também a todos aqueles que me incentivaram entrar no Programa de Pós-Graduação, em especial a Annelise Vendramini, que vibra e demonstra muita determinação pela vida acadêmica. Sem dúvida, uma inspiração.

Por fim, agradeço a minha família, em especial meu marido, Felipe Taborda, e filho, Joaquim Taborda, que sempre me apoiaram nesta jornada. Foram noites e finais de semana dedicados a este trabalho, mas eles sempre me motivaram e inspiraram.

RESUMO

Sosa-Taborda, M. E. (2022). *As tensões entre investidores e gestores de negócios sociais de acordo com a teoria da agência*(Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Negócios sociais são organizações híbridas que apresentam, simultaneamente, elementos relacionados a lógicas sociais e comerciais. O capital financeiro pode contribuir para escalar e ampliar impacto positivo dos negócios sociais, podendo ser feito por meio de mecanismos financeiros, como os chamados investimentos de impacto. Assim, tanto os negócios sociais como os investimentos de impacto buscam gerar simultaneamente retorno financeiro e impacto social. Entretanto, atender a essa dualidade de objetivos pode trazer tensões e, conseqüentemente, potenciais conflitos entre os investidores e os gestores dos negócios sociais. Nesse sentido, à luz da Teoria da Agência, a pergunta de pesquisa deste estudo é “como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?”. Quanto aos objetivos, temos que (1) analisar as características das tensões e conflitos entre investidores e gestores (principal-agente)(2) identificarse as mesmas estão relacionadas conforme o tipo de mecanismo financeiro (*equity* e *dívida*), tipo de investidor (pessoa física, fundos e investidores institucionais) e perfil do investidor(*financial first* e *impact first*), e (3) descrever os mecanismos de controle e monitoramento como forma de alinhamento entre principal-agente. Esta pesquisa tem uma abordagem qualitativa, com um estudo de casos múltiplos, analisando três casos, sendo que cada um com uma díade - investidor e negócio social -, completando assim seis unidades de análise. Foram realizadas ainda entrevistas complementares com diferentes tipo de investidores. Antes de tudo, durante a pesquisa, observa-se a limitação da classificação de *financial first* e *impact first* a necessidade de ter outras formas para entender a intenção do investidor. Dentre os principais resultados do estudo podemos destacar: primeiro, o perfil do investidor influencia o tipo de conflito a ser enfrentado; segundo, o tipo de mecanismos financeiro pode ter maior ou menor influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social ou potencializar a inovação; terceiro, o tipo de investidor, inclusive conforme seu dever fiduciário, faz com que sejam colocados em prática mais mecanismos de monitoramento e controle; adicionalmente, ainda sobre o perfil do investidor, o seu conhecimento e sua experiência estão relacionados com as tensões e conflitos e o poder de influência sobre o ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto. Além dos achados acadêmicos, esta pesquisa trouxe contribuições gerenciais, primeiro reforça-se a importância da implementação dos mecanismos de monitoramento e controle entre investidores e gestores, segundo a necessidade da disseminação do que são investimentos de impacto, negócios sociais e o significado do impacto para os atores envolvidos. Do lado do impacto social, a pesquisa reforça a necessidade de se aprofundar na mensuração do impacto e de se encontrar mecanismos financeiros que cheguem a um maior número de investidores sem esvaziar a missão social.

Palavras-chaves: Negócios sociais. Investimentos de impacto. *Impact Investing*. Teoria da Agência. Tensões. Conflitos. Dualidade de objetivos. Estudo de casos múltiplos.

ABSTRACT

Sosa-Taborda, M. E. (2022). *Tensions between investors and social business managers according to the Agency Theory*(Master's degree dissertation). Economics, Business and Accounting School, University of São Paulo (FEA-USP), São Paulo.

Social businesses are hybrid organizations with social and commercial logics. The financial capital can contribute to scale-up and to amplify the positive impact of social businesses; it can be done through financial mechanisms such as impact investing. Social businesses and impact investing seek to generate both financial return and social impact, however, this duality of objectives brings tensions and, consequently, potential conflicts between investors and social business managers. In this sense, considering the Agency Theory, the research question is "how does the duality of objectives lead to tensions and conflicts between investors (principal) and managers (agents) in social businesses?"; and objectives are (1) analyze the characteristics of tensions and conflicts between investors and managers (principal-agent), (2) identify whether they are related according to the financial mechanism's type (equity and debt), investor's type (natural person, funds and institutional investors) and investor's profile (financial first and impact first), and (3) describe the controlling and monitoring mechanisms to align principals and agents. This research has a qualitative approach with multiple case studies that analyzed three cases, in which each dyad is composed by an investor and a social business, totaling six analysis units. In addition, interviews were conducted with different types of investors. During the research it was possible to see a limitation of the financial first and impact first classification and how important it's to have other ways to understand the investors' intention. In addition to that, main results were, first, identifying that the investor's profile influences the conflicts; second, understanding that the financial mechanism's type may have greater or lesser influence to avoid mission drift or to promote social innovation; third, recognizing that the investor's type influences, accordingly its fiduciary duty, the number of the monitoring and controlling mechanisms. Additionally, still about investor's type, their knowledge and experiences are related to the tensions and conflicts, and its influence the social business and impact investing ecosystem. In addition to academic findings, this research brought managerial contributions, first it's important to implement mechanisms to monitor and control the relationship between investors and businesses, second we should disseminate more and more about impact investing, social businesses, and the meaning of impact for the stakeholders involved; and on the social impact side, the research reinforces the need to deepen the measurement of impact and to find financial mechanisms to reach more investors without drifting the social mission.

Keywords: Social business. Impact Investing. Agency Theory. Tensions. Conflicts. Duality of objectives. Multiple case study.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo Conceitual.....	57
Figura 2 - Processo para a Seleção de Casos.....	58
Figura 3 - Matriz de casos e suas unidades de análise.....	61
Figura 4 - Yunus Negócios Sociais e Negócio social 1.....	69
Figura 5 - Tensões e conflitos da Yunus Negócios Sociais.....	73
Figura 6 - Tensões e conflitos do Negócio Social 1.....	77
Figura 7 - Mecanismos de monitoramento e controle da Yunus e do Negócio Social 1.....	78
Figura 8 - MOV Investimentos e Negócio Social 2.....	79
Figura 9 - Tensões e conflitos da MOV Investimentos.....	84
Figura 10 - Tensões e Conflitos do Negócio Social 2.....	88
Figura 11 - Mecanismos de monitoramento e controle da MOV investimentos e Negócio Social 2.....	89
Figura 12 - VOX Capital e Negócio Social 3.....	90
Figura 13 - Tensões e Conflitos da VOX Capital.....	96
Figura 14 - Tensões e Conflitos do Negócio Social 3.....	99
Figura 15 - Mecanismos de monitoramento e Controle da VOX Capital e Negócio social 3.....	100
Figura 16 - Análises complementares: PF, Family office e banco multilateral.....	101
Figura 17 - Mecanismos de controle e monitoramento por tipo de investidor.....	107
Figura 18 - Potenciais tensões e conflitos:geral.....	110
Figura 19 - Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 1.....	112
Figura 20 - Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 2.....	112
Figura 21 - Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 3.....	113
Figura 22 - Proposições considerando o perfil do investidor, tipo de mecanismo e tipo de perfil.....	119
Figura 23 - Mecanismos de monitoramento e controle que facilitam o alinhamento entre principal-agente.....	120

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definições de negócios sociais por autor e em ordem cronológica	29
Quadro 2 - Abordagens e marco regulatório por regiões	30
Quadro 3 - O espectro de investimentos.....	36
Quadro 4 - Nomenclaturas mais comuns e tipos de mecanismos de investimento financeiros	38
Quadro 5 - Conflitos e Tensões enfrentados pelos negócios sociais no relacionamento com os investidores mapeadas por diferentes autores.....	52
Quadro 6 - Resumo das referências teóricas	54
Quadro 7 - Principais fundos de investimentos de impacto no Brasil e casos selecionados.	59
Quadro 8 - Matriz de Amarração.....	67

LISTA DE SIGLAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complement
AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capital
ANDE	<i>Aspen Network of Development entrepreneurs</i>
ASG	Ambiental, Social e Governança
CDP	<i>Carbon Disclosure Project</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFI's	<i>Development Financial Institutions</i>
ENEM	Exame Nacional do Ensino Médio
FIDC	Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios
FIP	Fundo de Investimento em Participações
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GIIRS	<i>Global Impact Investing Rating System</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IMP	<i>Impact Management Project</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IRIS	<i>Impact Reporting and Investment Standards</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONG	Organizações Não Governamentais
ONU	Organização das Nações Unidas
PRI	<i>Principles for Responsible Investment</i>
SEC	<i>U.S Securities and Exchange Commission</i>
SRI	<i>Social Responsible Investment</i>
SASB	<i>Sustainability Accounting Standards Board</i>
UNEPFI	<i>United Nations Environmental Programme Finance Initiative</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	17
1.2	OBJETIVOS DE PESQUISA	20
1.3	DEFINIÇÕES TEÓRICAS	20
1.4	JUSTIFICATIVA.....	23
1.5	DELIMITAÇÕES E PRESSUPOSTOS DA PESQUISA.....	24
1.6	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	25
2	REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1	NEGÓCIOS SOCIAIS	27
2.1.1	Histórico e Conceitos	27
2.1.2	Dualidade de objetivos dos negócios sociais e suas tensões	31
2.2	INVESTIMENTOS DE IMPACTO.....	35
2.2.1	Histórico, conceitos e tipos de mecanismos financeiros	35
2.2.2	Perfis e tipos de investidores e a mensuração de impacto	40
2.3	OS CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	44
2.3.1	Histórico e conceitos	44
2.3.2	Teoria da Agência aplicada nos investimentos de impacto	48
2.3.3	A relação dos investidores com os gestores	51
2.4	RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO	54
3	MÉTODO DE PESQUISA	55
3.1	TIPO DE PESQUISA.....	55
3.2	ESTRATÉGIA DE PESQUISA	56
3.3	MODELO CONCEITUAL	57
3.4	SELEÇÃO DE CASOS.....	58
3.5	COLETA DE DADOS	62
3.6	ANÁLISE DE DADOS.....	62
3.7	PROTOCOLO PARA O ESTUDO DE CASOS	65
3.8	MATRIZ DE AMARRAÇÃO	66
4	RESULTADOS	69
4.1	DESCRIÇÃO DOS CASOS	69
4.1.1	Caso 1: Yunus Negócios Sociais e Negócio social 1	69
<i>4.1.1.1</i>	<i>Yunus Negócios Sociais</i>	69

4.1.1.2	<i>Negócio social 1</i>	73
4.1.1.3	<i>Yunus x Negócio social 1</i>	77
4.1.2	Caso 2: MOV Investimentos e Negócio Social 2	78
4.1.2.1	<i>MOV investimentos</i>	79
4.1.2.2	<i>Negócio Social 2</i>	84
4.1.2.3	<i>MOV Investimentos x Negócio social 2</i>	89
4.1.3	Caso 3: VOX Capital e Negócio Social 3	90
4.1.3.1	<i>VOX Capital</i>	90
4.1.3.2	<i>Negócio social 3</i>	96
4.1.3.3	<i>VOX Capital x Negócio social 3</i>	100
4.2	ANÁLISES COMPLEMENTARES PARA DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDORES DOS FUNDOS	100
4.2.1	Investidor pessoa física	101
4.2.2	Family office	103
4.2.3	Banco multilateral	104
4.2.4	Análise sobre Investidor Pessoa física, Family office e banco multilateral	106
5	DISCUSSÃO	109
5.1	CARACTERÍSTICAS DAS TENSÕES E CONFLITOS	109
5.2	ANÁLISES CONFORME O PERFIL E TIPO DO INVESTIDOR E MECANISMO FINANCEIRO	113
5.2.1	Perfil do investidor	113
5.2.2	Tipos de mecanismos financeiros	115
5.2.3	Tipo de Investidor	117
5.3	MECANISMOS DE MONITORAMENTO E CONTROLE	119
6	CONCLUSÃO	125
	REFERÊNCIAS	129
	APÊNDICES	137

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Os negócios sociais são organizações híbridas pois trazem em sua essência elementos de negócios e de organizações sociais (Battiliana, Lee, Walker, & Dorsey, 2012). Eles surgiram na década de 1990 conectados na agenda do empreendedorismo social e do terceiro setor (Defourny & Nyssens, 2012) e ganharam mais notoriedade com o Grammen Bank, liderado por Muhammad Yunus (Yunus, Moingeon, & Lehmann-Ortega, 2010), ganhador do prêmio Nobel da Paz em 2006. Os negócios sociais têm um propósito claro de forma que integre sua missão e não apenas tangencie. A intencionalidade e a natureza do produto ou serviços oferecidos são os diferenciais de um negócio social (Comini, 2016). Esse tipo de empreendimento busca rentabilidade, mas não maximização de lucros deliberadamente, e seu capital e governança estão alinhados a sua missão (Wilson & Post, 2013).

Por buscarem impacto socioambiental e resultado financeiro simultaneamente, pode-se dizer que os negócios sociais têm dualidade de objetivos, o que acaba gerando tensões para seus líderes e para a organização (Smith, Gonin, & Besharov, 2013). As tensões acontecem quando há elementos contraditórios, entretanto interrelacionados e persistentes no tempo (Smith & Lewis, 2011). As tensões se evidenciam quando há uma tomada de decisão da alocação de recursos (financeiros e não financeiros) da empresa e seus potenciais *trade-offs* considerando as lógicas sociais e comerciais embutidas na empresa (Battilana, Sengul, Pache, & Model, 2015).

No início dos anos 2000 pôde-se ver emergir investidores que queriam ter retorno financeiro e, simultaneamente, endereçar desafios sociais e ambientais. Até que em 2007 o termo *impact investing* (ou investimentos de impacto) é cunhado e ganha evidência na medida que os negócios sociais podem ter acesso a uma fonte de capital maior ampliar seu alcance social (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Os investimentos de impacto apresentam dois elementos essenciais: o retorno financeiro (abaixo, na média ou acima do mercado) e impacto, este último com grande subjetividade e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento, entretanto tem que ter intencionalidade e ser mensurável (Höchstädter & Scheck, 2015).

Os investimentos de impacto podem fazer parte da estratégia integrada do portfólio do investidor e podem ser alocados em diferentes classes de ativos considerando risco, retorno, impacto (Ormiston, Charlton, Donald, & Seymour, 2015). Assim cada investidor pode

otimizar o seu resultado financeiro e maximizar o impacto conforme seu perfil, mas, para tal, precisa ter clareza de seus objetivos financeiros e sociais (Emerson&Smalling, 2017). Alguns investidores parecem ter maiores preocupações com o risco-retorno e o seu dever fiduciário, enquanto outros ficam confortáveis na medida que os investimentos estiverem alinhados com seus valores pessoais (Ormistonet al., 2015); alguns são céticos como uma organização com propósito social pode ter lucro, enquanto outros ficam receosos com negócios que parecem poucos lucrativos (Battilana, 2018). De forma ampla, pode-se dizer que todos buscam impacto e resultado financeiro, mas alguns priorizam mais o impacto (*Impact First*) enquanto outros o resultado financeiro (*Financial First*)(Freireich& Fulton, 2009; Höchstädter & Scheck, 2015). Essa dualidade de objetivos dos investidores também traz tensões, seja em função do risco financeiro ou pela dificuldade de medir o impacto social (Mogapi, Sutherland,&Wilson-Prangley, 2017; Viviani & Maurel, 2019).

O relacionamento entre investidores e gestores já traz conflitos inerentes. Em negócios tradicionais, os conflitos entre os investidores e gestores foram mapeados pela Teoria da Agência, no qual o gestor (agente) tem que tomar suas decisões conforme os interesses do investidor (principal). Dois pontos são relevantes nessa relação: 1) o investidor pode ter dificuldade de verificar a performance do agente, 2) ambos podem não estar alinhados. Assim, estabelecem-se contratos, incentivos e mecanismos de monitoramento e controle para dar eficiência a essa relação e diminuir os conflitos de agência (Eisenhardt, 1989). Neste projeto será investigada a relação investidor (principal) – gestor do fundo (que tem duplo papel como agente e principal) – gestor da empresa investida (agente).

Nos dias atuais, o valor para o investidor (*shareholder*) continua sendo muito relevante, mesmo com as inúmeras pressões políticas, regulatórias, de mercado e da sociedade, com a gestão pró-*stakeholders*, com um comportamento corporativo cada vez mais responsável e com a internalização de algumas externalidades negativas ou da potencialização das positivas (Hawley & Williams, 2005; Hart & Zingales, 2017). Jensen (2010) já colocava que é muito difícil uma organização priorizar vários objetivos simultaneamente, naquele momento referindo-se as diferentes métricas como lucro, *market share* ou crescimento futuro, pois são direções distintas que dificultam a tomada de decisão dos gestores de empresas e, conseqüentemente, podem gerar conflitos com o investidor.

Entretanto, temos que considerar o contexto dos negócios sociais e dos investimentos de impacto. O empreendimento social tem como objetivo impacto e resultado financeiro, não busca a maximização de lucros deliberadamente e seu capital e governança estão alinhados a sua missão (Wilson & Post, 2013). E o investidor de impacto também vai na mesma direção,

objetivando desempenho financeiro e o impacto (Höchstädter & Scheck, 2015). Sendo assim, as tensões podem ser mitigadas, já que, de forma ampla, o principal e o agente estão alinhados e desafiam a relação “principal-agente”, inclusive na qual as métricas não financeiras passam a serem consideradas (Hawley & Williams, 2005). Ou, ao contrário, podem ser intensificados, considerando a dualidade de objetivos, o tipo de mecanismo financeiro, perfil, quantidade de investidores e, especialmente, a dificuldade de mensurar o impacto social (Viviani & Maurel, 2019).

O alinhamento entre investidores e gestores é chave para reduzir as tensões e os conflitos, mas não basta apenas considerar o resultado financeiro e impacto de forma ampla. É preciso entender as divergências (ou não) das lógicas sociais e comerciais que estão presentes nos investimentos de impacto e negócios sociais, pois estes são os elementos contraditórios, interrelacionados e persistentes no tempo que causam as tensões (Smith & Lewis, 2011).

É preciso considerar que existem diferentes perfis de investidores de impacto. De forma ampla, existem dois perfis: *Impact first* e *Financial First* (Freireich & Fulton, 2009; Höchstädter & Scheck, 2015), diferentes mecanismos financeiros (dívida, ações, entre outros) e os investidores podem ser de diferentes tipos: gestores de fundos, fundos de pensão, DFI's (*Development Financial Institutions*), bancos e instituições financeiras, fundações, *family offices* e investidores individuais (GIIN, 2019c). Além do mais, um negócio social pode ter um ou mais investidores, possivelmente com alguns que queiram privilegiar a missão social e outros a parte financeira (Viviani & Maurel, 2019). Os tipos, perfis e os valores pessoais dos investidores podem influenciar os tipos de tensões com as empresas investidas. Fundos de pensão parecem ser mais conservadores, investidores corporativos buscam o risco retorno ajustado, organizações de desenvolvimento buscam um retorno financeiro no longo prazo e filantropos estão menos preocupados com seu risco financeiro, mas podem querer pelo menos preservar o capital principal. Do lado do impacto, este precisa estar ajustado aos valores pessoais do investidor e ao contexto cultural e regulatório do país (Freireich & Fulton, 2009; Battilana et al., 2012; Ormiston, et al., 2015; Mogapiet al., 2019; Viviani & Maurel, 2019).

Nesse contexto a pergunta desta pesquisa é a seguinte:

Como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?

1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA

O objetivo geral é analisar como ocorrem as tensões e os conflitos na relação investidor (principal) – gestor do fundo (que tem duplo papel como agente e principal) – gestor da empresa investida (agente) no Brasil.

Para alcançar o objetivo geral, são propostos os seguintes objetivos específicos:

- 1) Identificar as características das tensões e conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agentes) enfrentam em função da dualidade de objetivos;
- 2) Identificar como as tensões e conflitos estão relacionadas a tipos de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor;
- 3) Descrever os mecanismos de controle e monitoramento da relação entre o investidor e o gestor.

1.3 DEFINIÇÕES TEÓRICAS

Para o alcance do objetivo geral e dos específicos, o presente trabalho adota as seguintes definições teóricas:

- **Negócios sociais:** Um negócio social é uma organização híbrida com alguns elementos-chaves: tem um propósito social claro e esta é sua fortaleza para que integre isso na sua missão e não apenas tangencie; tem uma abordagem baseada no mercado; é a favor da rentabilidade, mas não maximização de lucros deliberadamente; tem modelo de negócio e olha sua cadeia de valor de forma inovadora; tem um desenho e refinamento que leva mais tempo para se consolidar, e seu capital e governança estão alinhados a sua missão (Wilson & Post, 2013).
- **Investimentos de impacto (ou *Impact investing*):** sua definição está centrada em dois elementos essenciais: retorno financeiro (abaixo, na média ou acima do mercado) e impacto; este último com grande subjetividade e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento, entretanto tem que ter intencionalidade e mensurável (Höchstädter & Scheck, 2015).

- **Dualidade de objetivos:** as organizações híbridas trazem uma combinação de características sociais e comerciais com lógicas diferentes considerando sua identidade, forma organizacional, lógica institucional e sob pressões internas e externas. O desafio é manter sua legitimidade perante os diferentes stakeholders, entre eles, colaboradores, beneficiários, clientes e acionistas. Quanto mais integrada forem suas lógicas comerciais e sociais, maiores as chances de manter sua legitimidade e manter sua natureza híbrida (Battilana et al., 2012).
- **Lógicas institucionais (sociais e comerciais):** As lógicas institucionais são usadas para entender as organizações híbridas em função de suas lógicas concorrentes: sociais e comerciais. A lógica social é a motivação para endereçar as necessidades da comunidade atendida e tem uma boa articulação com sua missão social (Agrawal e Hockerts, 2019). E na lógica comercial estão as normas, práticas e valores com um objetivo claro de aumentar os dividendos favorecendo a eficiência e o controle (Pache e Santos, 2011).
- **Perfil de investidores:** De forma ampla podem ser classificados em dois: 1) *Impact First* – investidores que querem maximizar seu impacto social/ambiental com um retorno financeiro mínimo. Normalmente, gostam de experimentar diversificando sua forma de atuação social e buscando mecanismos de mercado que geram impacto; 2) *Financial First* – são aqueles investidores que querem otimizar seu retorno financeiro com impacto social/ambiental. Estes são normalmente investidores tradicionais que buscam alternativas de ter retornos de mercado enquanto também beneficiam social/ambientalmente. Eles normalmente fazem isso para integrar as questões sociais e ambientais em sua tomada de decisões de investimento, para explorar novas formas de gerar valor ou em resposta a regulações ou taxas (Freireich & Fulton, 2009).
- **Tipos de investidores:** A Instrução nº 554/14, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2014), divide os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os demais investidores, sendo que este último são os investidores de varejo. Para este projeto vamos pesquisar os investidores profissionais e qualificados: 1) fundos de investimentos autorizados pela CVM, neste caso os três fundos de investimentos de impacto e o banco multilateral estudados; 2) pessoas naturais ou jurídica que detenham investimentos financeiros em valor

superior a R\$ 10 milhões e que atestem ser investidores qualificados, neste caso a pessoa física estudada; 3) administradores de carteira autorizados pela CVM, nesta pesquisa o *family office* estudado. A definição brasileira está alinhada com *U.S Securities and Exchange Commission (SEC)* e será apresentada posteriormente.

- **Tipo de mecanismos financeiros:** existem diferentes tipos de mecanismos de investimentos financeiros para operacionalizar os investimentos de impacto como por exemplo: instrumentos de dívidas, ações (*equity*), garantias de empréstimo, *venture capital*, *private equity* e depósitos são os formatos mais tradicionais; enquanto *crowdfunding*, *social impact bonds*, instrumentos de dívida "quase capital" são mais inovadores. Cada um destes mecanismos tem características diferentes sobre a estruturação da remuneração, participação em ativos e tipos de retorno (Bugg-Levine & Emerson, 2011; Höchstädter & Scheck, 2015; Akbulaev, Aliyev & Ahmadov, 2019). No Brasil 90% dos mecanismos financeiros são *equities*, 8% dívida, 1% instrumentos de dívida "quase capital" e 1% outros (ANDE, 2020). Neste projeto foram estudados mecanismos de *equity* e dívida.
- **Tensões:** Tensões são elementos contraditórios, entretanto interrelacionados, que existem simultaneamente e persistem ao longo do tempo. Podem ser dualidades, dilemas ou dialéticas, mas sempre com demandas conflitivas, interrelacionadas e reaparecem com o passar do tempo (Lewis, 2000; Smith & Lewis, 2011). Para este projeto vamos considerar que as tensões geram potenciais conflitos de agência.
- **Conflitos de agência:** Os problemas de agência são os conflitos de interesse, inerentes na relação investidor-gestor, em que é esperado que uma parte atue considerando os interesses da outra parte. Em outras palavras, como os agentes atuam considerando os interesses do principal. Os problemas de agência observados entre os investidores (principal) e os gestores (agente) são: 1) o principal pode ter dificuldade em verificar a performance do agente; 2) principal e agentes podem ter diferentes preferências e atitudes a depender dos riscos (Eisenhardt, 1989). O gestor do negócio social pode ser agente ou principal dependendo do seu interlocutor (Bendickson, et al., 2016), assim, para este projeto, vamos considerar como agente os gestores dos negócios sociais, podendo ser os fundadores que estejam na liderança da gestão do negócio, e o principal serão os fundos. Além disso vamos avaliar também os gestores de fundos de

impacto, neste caso serão agentes, e os investidores nos negócios sociais serão o principal.

1.4 JUSTIFICATIVA

A inovação social surge num contexto em que as políticas públicas e as soluções de mercado não conseguem atender os problemas sociais e ambientais (Murray, Caulier-Grice, & Mulgan, 2010), assim o empreendedorismo social abre novas fronteiras sobre novas formas de resolver os problemas da nossa sociedade. Os empreendedores sociais foram ganhando mais liberdade para experimentar, errar e acertar, e foram se moldando para a oferta de produtos e serviços. Inicialmente ancorado em dinheiro filantrópico, com boas histórias, causas populares e pautado em sentimentos, e foi movendo-se para uma seleção de projetos considerando o impacto potencial e novos modelos de negócios, contribuindo assim na mudança de paradigma. O empreendedorismo social trouxe a perspectiva de ajudar a desenvolver negócios que empoderam o beneficiário final e atraem novos investidores (Dees, 2007, 2012). A origem dos negócios sociais vem do empreendedorismo social, que foi amadurecendo como modelo de negócio e pelas formas de fazer investimento e, nesse contexto, esta pesquisa traz contribuições teórica, gerenciais e de impacto social no ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto.

Para a contribuição acadêmica, as revisões sistemáticas de Höchstädter e Scheck (2015) e Agrawal e Hockerts (2019) ajudaram a delimitar a problemática e os objetivos desta pesquisa. A primeira revisão aponta que as pesquisas sobre investimentos de impacto estão em níveis iniciais de desenvolvimento e ainda falta clareza sobre a definição, conceitos e terminologias usadas, dificultando ganhar legitimidade, comunicar de forma eficiente e promover o engajamento de um público maior, inclusive entre os pesquisadores (Höchstädter & Scheck, 2015). A segunda revisão discute que um dos pontos de pesquisas futuras deveria ser o relacionamento entre o investidor e as empresas investidas. Os autores da revisão recomendam a avaliação das atas das reuniões dos investidores, dos *boards* e sobre a interação entre investidores e empresas investidas, assim dessa forma será possível entender como tal relacionamento aumenta os *outcomes* sociais e financeiros para investidor (Agrawal & Hockerts, 2019). Numa das referências encontradas, explora-se como a teoria da agência varia conforme os diferentes tipos de empreendedores e fenômenos econômicos modernos, entre eles os empreendedores sociais (Bendickson et al., 2016). Assim, observa-se que uma lacuna é entender se os conflitos de agência ocorrem da mesma maneira nos investimentos de

impacto e negócios sociais e quais tipos de conflitos podem se acentuar em função da dualidade de objetivos. Assim, a contribuição teórica é poder entender tais conflitos conforme o tipo e perfil dos investidores e os mecanismos financeiros e os mecanismos de governança mais comuns para o alinhamento entre o principal e agente. Se faz necessário entender como a teoria da agência pode ser modificada para que tenha uma melhor aplicação considerando os negócios atuais ou se novas teorias se fazem necessário (Bendickson et al., 2016).

Esta pesquisa também traz uma contribuição gerencial. O mercado global de investimentos de impacto vem numa crescente, de 2013 a 2017, o valor quintuplicou (GIIN, 2019a). Em 2019, o mercado global estimado alcançou a marca de US\$ 502 bi, com cerca de 1300 investidores de impacto em todo o mundo, sendo que 58% estão em US e Canadá e menos de 4% no Brasil (GIIN, 2019b). Este é um mercado em desenvolvimento e vai ir se moldando nos próximos anos, sendo assim, os achados desta pesquisa trazem insights que podem promover o maior alinhamento entre investidores e negócios sociais e, como consequência, contribuir com o seu crescimento e amadurecimento. Em outras palavras, espera-se que o mercado de investimentos de impacto atraia diferentes tipos e perfis de investidores, dando escala para o mercado no Brasil. Entretanto, para que este crescimento seja consistente será importante entender as diferenças de cada tipo de mecanismo financeiro e perfil e expectativas de seus investidores, assim como as formas de relacionamento com os gestores dos negócios sociais, caso contrário pode-se ter problemas que tirem a credibilidade do tema ou que esvaziem a missão social dos negócios, restringindo o mercado para um público muito nichado. Uma relação harmoniosa entre investidores e gestores traz aprendizados para o ecossistema como um todo no contexto brasileiro, de forma que os negócios sociais e os investimentos de impacto cresçam e sejam uma forma catalisadora que promova soluções para os problemas de nossa sociedade.

1.5 DELIMITAÇÕES E PRESSUPOSTOS DA PESQUISA

Além das definições teóricas apresentadas anteriormente, vamos estabelecer alguns pressupostos que delimitam o escopo da pesquisa:

- 1) A Teoria da Agência é a base principal deste projeto no que tange o relacionamento entre investidores (Principal) e gestores de negócios sociais (Agente); entretanto afirma-se que também foram usados os preceitos de teorias organizacionais, pois quando avaliamos as referências teóricas das organizações híbridas, a dualidade dos

negócios sociais é avaliada a partir de tais teorias, que trazem uma combinação de características de organizações sociais e de negócios (Battilana& Lee, 2014).

- 2) Uma característica chave para esta pesquisa é o perfil do investidor, seja ele *impactfirst* ou *financial first*, o que pode não ser facilmente identificado. Ambos buscam o impacto, mas alguns têm mais apetite para o retorno financeiro do que outros. Observou-se ao longo da pesquisa que os investidores *impactfirst* normalmente declaram-se dessa forma afirmando que “buscam devolver o valor principal” ou admitem que “geram retorno financeiro abaixo do mercado”; mas o mesmo não acontece para os *financialfirst*, o que dificulta sua identificação. Para identificar tais investidores buscaram-se evidências na análise documental dos Fundos, na forma que se declaram no *ImpactManagement Project* (IMP) e, por último, também avaliando as empresas investidas. O IMP vem sendo cada vez mais usado pelos investidores e relaciona o impacto desejado pelo investimento com o quanto cada investidor contribui para o atingimento do impacto. O mesmo sinaliza as seguintes categorias para o quanto cada investidor contribui para o atingimento do impacto: 1) “buscam sinalizar que o impacto importa”, 2) “buscam envolver-se ativamente” com as empresas investidas e 3) “fomentam mercados novos ou mal servidos” e 4) “buscam prover capital flexível”. E para o impacto desejado pelo investimento é possível A) “agir para evitar danos”, B) “beneficiar os *stakeholders*” ou C) “contribuir para as soluções”. A categoria “prover capital flexível” é definida pelo IMP como o reconhecimento de que o risco ajustado ao retorno financeiro pode ser menor para alguns casos. Sendo assim, tal indicação, também será utilizada para avaliar se o fundo é *Financial First* ou *ImpactFirst* (*ImpactManagement Project, 2021*)¹.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Este projeto estará estruturado em seis seções: (1) Introdução, contextualizando o problema de pesquisa, os objetivos, definições teóricas, justificativas e as delimitações e pressupostos da pesquisa; (2) Referencial Teórico, onde apresentam-se o objeto da pesquisa

¹Recuperado de <https://impactmanagementproject.com/impact-management/how-investors-manage-impact/>

(negócios sociais e investimentos de impacto), os constructos, as variáveis que serão analisadas e o marco teórico da Teoria da Agência; (3) Método de Pesquisa com o modelo conceitual, a estratégia de pesquisa, o processo e protocolo para seleção de casos e descrição de como foi a coleta e análise de dados; (4) Resultados, com a descrição dos três estudos casos e as análises complementares para os diferentes tipos de investidores dos fundos; (5) Discussão, no qual é apresentada a análise teórica *versus* os casos analisados, além de se aprofundar nos objetivos específicos da pesquisa; (6) Conclusão, com os principais achados, limitações e estudos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 NEGÓCIOS SOCIAIS

2.1.1 Histórico e Conceitos

O conceito de negócios sociais surgiu na Europa na década de 1990, inicialmente intrinsecamente ligado ao empreendedorismo social e ao terceiro setor, e foi se expandindo para todos os continentes (Defourny & Nyssens, 2012). O conceito de empreendedorismo social tem definições dadas por diferentes pesquisadores, entretanto as que nos interessam são aquelas que colocam o empreendedorismo social como um processo de geração de valor combinando novas formas de oberrecursos e o estímulo a mudança social. Parte do processo é a oferta de produtos e serviços para geração de receitas, criação de uma nova organização, gerando valor para a sociedade, mas tendo valor econômico como condição necessária para sua viabilidade financeira e sua sustentabilidade (Mair & Marti, 2006).

O Grameen Bank e suas organizações irmãs, liderados por Muhammad Yunus, são uma grande inspiração para muitos empreendedores e promoveram novas formas de negócios com propósito social (Barki et al., 2013). Do lado organizacional, negócios sociais são parecidos com os negócios tradicionais, mas com uma mentalidade diferente para poder alcançar os objetivos sociais (Yunus, Moingeon, & Lehmann-Ortega, 2010).

Os negócios sociais podem surgir de diferentes formas: alguns são oriundos de organizações da sociedade civil, outros da atuação social empresarial, ou até a criação/recriação de novos negócios para incorporar segmentos sociais excluídos. Os mesmos podem também ter diferentes nomenclaturas: negócios sociais, negócios inclusivos, empresas sociais (Comini, 2016) e podem ser consideradas organizações híbridas (Battilana et al., 2012).

Por ser um tema recente, falta ainda um entendimento comum sobre um conceito que procura conciliar dois temas vistos a priori como irreconciliáveis: negócios e impacto positivo na sociedade (Comini, 2016). Existem diferentes escolas de pensamento sobre o que é um negócio social que podem ser visualizados no Quadro 1. Não há uma definição unanime, a distribuição de dividendos, por exemplo, causa divergências. Yunus et al. (2010) defendem que os negócios sociais têm que recuperar os valores investidos, e devem ser mais orientados pela causa do que pelo resultado financeiro. O lucro deve ser reinvestido no próprio negócio, sem a distribuição de dividendos. Enquanto outros autores como Galera e Borzaga (2009) não fazem essa objeção.

Adicionalmente, percebemos que, independente da linha de pensamento, a intencionalidade e a natureza do produto ou serviço oferecido são os diferenciais para um negócio social (Comini, Barki, & Aguiar, 2013). Um propósito social claro é a fortaleza para que uma empresa integre isso na sua missão e não apenas tangencie. Uma intencionalidade clara do propósito social ajuda no desenvolvimento desses negócios assim como explicitam sua estrutura financeira, legal, estratégia e princípios operacionais (Wilson & Post, 2013). Sendo que alguns negócios sociais podem atuar priorizando a lógica de mercado e outros priorizando a lógica social (Comini, 2016). Vale observar que no Brasil o termo mais comum para descrever negócios sociais é “negócio de impacto”, diferenciando-se das outras nomenclaturas. O uso do termo foi altamente influenciado pelo trabalho de diferentes organizações do ecossistema brasileiro, que passaram a usar a terminologia como forma de diferenciação, mas também para inspirar e estimular a adesão de mais pessoas para este tipo de solução (Barki, Rodrigues, & Comini, 2020).

Para este projeto será usada a seguinte conceituação por trazer diferentes dimensões e uma visão mais completa: um negócio social é uma organização híbrida, com alguns elementos chaves: um negócio social tem um propósito claro e o integra em sua missão; tem a perspectiva do mercado; busca a rentabilidade, mas sem maximização do lucro; tem um modelo de negócio que olha a sua cadeia de valor; tem uma visão de médio e longo prazo e seu capital e governança está alinhado com sua missão (Wilson & Post, 2013).

Quadro 1 - Definições de negócios sociais por autor e em ordem cronológica

Autor	Ano	Título	Definição
GaleraeBorzaga	2009	Social enterprise: an international overview of its conceptual evolution and legal implementation	O autor propõe uma definição de negócios sociais seguindo a tradição europeia, em que qualifica como tal aquelas da iniciativa privada e sai do enfoque individual da literatura de empreendedorismo social. Sua definição exclui setores que não buscam lucro, como associações, por exemplo; e define três componentes essenciais para serem considerados negócios sociais: 1) tem uma missão social; 2) não delimitam a distribuição de lucro 3) ownershiprights e controle de poder prioriza os stakeholders com um modelo de governança participativo.
Yunus, Moingeon eLehmann-Ortega	2010	Building Social Business Models: Lessons from the Grameen Experience	Os negócios sociais têm três componentes 1) <i>valueproposition</i> (qual é a oferta de valor), 2) <i>valueconstellation</i> (como é feita a entrega do produto/serviço), 3) uma equação de lucro e de impacto social positivos. Os negócios sociais desafiam os modelos tradicionais de negócios substituindo a mentalidade da maximização de valor para shareholder pela maximização de valor para os stakeholders. Os negócios sociais recuperam os valores investidos, são mais orientados a causa do que ao resultado financeiro e os lucros não são distribuídos, e sim reinvestidos no próprio negócio, sem a distribuição de dividendos.
WilsonPost	2013	Business models for people, planet and profits: exploring the phenomena of social business, a <i>market-based</i> approach to social value creation	Um negócio social é uma organização híbrida, com um desenho complexo e com alguns elementos chaves: tem um propósito social claro e esta é sua fortaleza para que integre isso na sua missão e não apenas tangencie; tem uma abordagem baseada no mercado; busca rentabilidade, mas não maximização de lucros deliberadamente; tem modelo de negócio e olha sua cadeia de valor de forma inovadora; tem um desenho e refinamento que leva mais tempo para se consolidar, e seu capital e governança estão alinhados a sua missão.
Battilana, Lee, Walker eDorsey	2012	<i>In Search of the Hybrid Ideal</i>	Os Negócios Sociais são um exemplo de organizações híbridas. Organizações híbridas perseguem sua missão social, mas dependem significativamente das receitas comerciais para a sustentabilidade de suas operações. Esse conceito vale para vários setores econômicos como educação, saúde e microcrédito e, em anos recentes, passou a incluir novos setores como serviços ambientais, varejo e produtos de consumo, inclusive os negócios sociais. As organizações híbridas buscam equilibrar os seus objetivos sociais e econômicos.
Comini	2016	Negócios Sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras	Os negócios sociais têm um propósito claro de forma que integre sua missão e não apenas tangencie. A intencionalidade e a natureza do produto ou serviços oferecidos são os diferenciais de um negócio social.
Spieth, Schneider, Clauß eEichenberg	2019	Value drivers of social businesses: A business model perspective	Os negócios sociais combinam a performance financeira e o propósito social e existem value drivers que ajudam a identificar negócios sociais: 1) eficiência responsável 2) impacto social e desempenho financeiro como complementares, 3) valores compartilhados, and 4) inovação na forma de integrar as questões sociais e financeiras.
Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto no Brasil	2019	O que são negócios de impacto. Características que definem os empreendimentos como negócios de impacto	Negócios de impacto são empreendimentos que tem a intenção clara de endereçar um problema social por meio de sua atividade principal. Atuam de acordo com a lógica de mercado, com um modelo de negócio que busca retorno financeiro e se comprometem a gerir o impacto que gerem. Os 4 critérios mínimos que são colocados são: intencionalidade de resolução de problema social e/ou ambiental; solução de impacto é a atividade principal do negócio; busca de retorno financeiro, operando pela lógica de mercado; compromisso com o monitoramento do impacto gerado.

Fonte: elaborado pela Autora.

A abordagem e o mercado regulatório dos negócios sociais também se diferenciam considerando as diferentes regiões: Europa, Estados Unidos e mercados emergentes. No Quadro 2 é possível visualizar as diferenças, entre elas os limites de distribuição de dividendos e as formas de governança. No Brasil, já temos a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto demarcando o marco regulatório, mas ainda em estágio muito inicial, e mais inspirado no modelo americano.

Quadro 2 - Abordagens e marco regulatório por regiões

Autores	Abordagem e marco regulatório	Região
DefournyeNyssens (2012); Ebrahim, Battilana eMair (2014); Comini (2016)	Na Europa, o modelo dominante foi o "workintegration social enterprisdes"(WISE's) que buscava reintegrar pessoas vulneráveis no trabalho e na sociedade numa atividade produtiva. Na Europa, as empresas sociais têm o objetivo explícito de beneficiar a comunidade e o interesse dos investidores está sujeito a limites. Há a tendência de valorizar o coletivo e a participação dos stakeholders na tomada de decisões. Existem experimentos legislativos para os negócios sociais como: CommunityInterestCompany (CIC): Tem requerimentos regulatórios restritos para preservar o propósito social e para que os benefícios sociais sejam reportados; e oferece menos flexibilidade para os ativos e distribuição de lucros. Pode distribuir dividendos: até 35% dos lucros.	Europa
DefournyeNyssens (2012); Ebrahim,Battilana eMair (2014)	Nos Estados Unidos, pode-se destacar duas linhas 1) " <i>earned-incomestrategies</i> ": empresas sociais são aquelas sem objetivos de lucro, mas com atividades comerciais para suportar sua missão e diversificar a fonte de recursos financeiros 2) " <i>social innovation</i> ": empresas sociais são aquelas cujos empreendedores fazem inovação social. Existem também experimentos legislativos para os negócios sociais como 1) " <i>Lowprofitlimitedliabilitycompany</i> " (L3C): Não há requerimentos específicos e o Propósito social deve ser aprovado pelo órgão de governança existente, não havendo limitações para a distribuição de dividendos. 2) " <i>BenefitCorporations</i> ": Não há requerimentos específicos e o propósito depende do compromisso dos Board e dos executivos. Busca atender outros stakeholders e com um propósito claro indo além do lucro. Não há limitações para a distribuição de dividendos.	Estados Unidos

Comini (2016) e Decreto 9.977/19 ²	Em Mercados Emergentes, a principal referência é o Social Enterprise Knowledge Network (SEKN) que usa o termo negócios inclusivos definidos como organizações que geram transformação social por meio de atividades de mercado, englobando ONGs, empresas ou empreendimentos, inclusive que atuam em atividades do setor público. No campo legislativo, o Brasil começa a dar os primeiros passos e já tem o Decreto nº 9.977 (2019, 19 de agosto) com a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto (ENIMPACTO) e define Negócios de Impacto aqueles empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável. Seus conceitos e buscam articular os diferentes atores para promover um ambiente mais favorável ao desenvolvimento de investimentos de impacto e negócios sociais. Um dos seus eixos é a melhoria do macro ambiente normativo que começa a tangenciar as questões de governança corporativa, inclusive com um Projeto de Lei sobre a Qualificação de Empresas de Benefícios, com itens ligados a governança corporativa, ou seja, mais semelhante do modelo americano.	Mercados emergentes
---	--	---------------------

Fonte: elaborado pela Autora.

2.1.2 Dualidade de objetivos dos negócios sociais e suas tensões

Para discutir sobre a dualidade de objetivos vale retomar a origem dos negócios sociais, ou seja, o empreendedorismo social, que ocorreu na junção de duas culturas: a caridade, que vem desde antigamente, e a contemporânea ação dos empreendedores para a resolução de problemas. Ambas culturas consideram a necessidade dos outros, são reforçadas por normas sociais e podem conseguir trabalhar juntas ou não. O sucesso do empreendedorismo social depende da integração de valores de ambas culturas e que podem entrar em tensão. Na caridade, os recursos que vão para filantropia nem sempre vão com um maior aprofundamento com *due diligence*, *assessment*, estratégia ou comprometimento com o aprendizado, estratégias mais comuns no mundo comercial. A tensão ocorre quando se acredita que a cultura da caridade não pode caminhar junto com formas comerciais de uma atuação social, podendo parecer contraditório, por exemplo, cobrar por produtos e serviços para determinados públicos. A contradição também é transferida para a perspectiva dos empreendedores sociais, que trazem uma outra forma de operar (Dees, 2012).

O mesmo fenômeno acontece nos negócios sociais que podem ser considerados organizações híbridas em função de sua dualidade de objetivos – sociais e comerciais. Essa dualidade foi analisada a partir de teorias organizacionais, já que os negócios sociais trazem uma combinação de características de organizações sociais e de negócios com lógicas diferentes considerando sua identidade, forma organizacional e lógica institucional e sob pressões internas e externas. Nesse contexto, os negócios sociais têm o desafio de manter sua

² Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Decreto/D9977.htm#art13; http://www.mdic.gov.br/images/enimpacto/20191002_Apresentacao_7a_reuniao_Enimpacto.pdf

legitimidade perante os diferentes *stakeholders*, entre eles, colaboradores, beneficiários, clientes e acionistas. Quanto mais integrada forem suas lógicas comerciais e sociais, maiores as chances de manter sua legitimidade e manter sua natureza híbrida (Battilana & Lee, 2014).

Atender aos objetivos sociais e aos de negócios, simultaneamente, acabam sendo associados a valores, normas e identidades divergentes. Essa dualidade de objetivos cria tensões para seus líderes e suas organizações (Smith, Gonin, & Besharov, 2013).

Vale destacar que tais tensões não necessariamente geram resultados negativos. A natureza híbrida dos empreendimentos sociais é intrínseca e, por natureza, traz uma série de conflitos, especialmente derivadas da concorrência entre as demandas das lógicas de mercado e as sociais. Por um lado, uma organização híbrida, com lógicas institucionais concorrentes, pode ter sua missão social esvaziada (Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014) ou pode ainda integrar as múltiplas lógicas de forma sustentável e ter o apoio de diferentes atores para gerar novas soluções sociais ou formas de escala (Pache & Santos, 2013).

Na realidade um negócio social tem que lidar com as demandas concorrentes das lógicas sociais e comerciais e os gestores têm que gerir as tensões decorrentes, podendo criar um equilíbrio e promover aprendizagem, criatividade, flexibilidade, resiliência, mas também pode perder produtividade e eficiência econômica a depender das escolhas. Vale destacar que eliminar as tensões poderia descaracterizar a organização, então é preciso assumir que todo negócio social sofre tensões inerentes a suas atividades, mesmo que em diferentes graus e níveis de intensidade; as tensões podem se transformar em dilemas em seus processos decisórios com trade-offs, custos e recompensas (Walchhütter & Iizuka, 2019).

As tensões podem ser conceituadas a partir da Teoria dos Paradoxos que as define como elementos contraditórios, entretanto interrelacionados, que existem simultaneamente e persistem ao longo do tempo. As tensões podem ser dualidades, dilemas ou dialéticas e podem ocorrer no nível individual, de pares, do grupo, de projetos e da organização, sendo que as categorias das tensões organizacionais podem ser: Aprendizado (conhecimento), Pertencimento (identidade e relacionamento interpessoal), Organização (Processos) e Desempenho (Objetivos) (Smith & Lewis, 2011). No caso dos Negócios sociais, os elementos são os objetivos sociais e de negócios que, por um lado, criam distinção e enfatizam as tensões, mas, por outro, encoraja as sinergias construindo um todo, interrelacionado e mais inovador (Smith, Gonin, & Besharov, 2013).

A dualidade de objetivos e suas decorrentes tensões foram investigados por diferentes autores e ainda falta uma clareza conceitual do uso da linguagem para descrever as tensões, incluindo paradoxos, dilemas, dicotomias e dialéticas, entretanto todos se referem em atender

simultaneamente a demandas contraditórias (Smith&Lewis, 2011). Além disso, os diferentes autores, que serão citados a seguir, analisaram as demandas contraditórias e as tensões considerando as lógicas sociais e comerciais e, direta ou indiretamente, analisaram as tensões com os investidores, em maior ou em menor grau e em diferentes perspectivas.

Battilana et al. (2012) consideram que os negócios sociais são organizações híbridas e a dualidade dos negócios sociais pode ser avaliada a partir de teorias institucionais. Tais organizações trazem uma combinação de características de organizações sociais e de negócios com lógicas diferentes considerando sua identidade, forma organizacional, lógica institucional, e sob pressões internas e externas. Nesse contexto, os negócios sociais têm o desafio de manter sua legitimidade perante os diferentes *stakeholders*, entre eles, colaboradores, beneficiários, clientes e acionistas. Quanto mais integrada forem suas lógicas comerciais e sociais, maiores as chances de manter sua legitimidade e manter sua natureza híbrida. O lado do financiamento é evidenciado pelos autores que colocam alguns desafios, entre eles na captação de recursos, conseguir quantificar a relação risco-retorno e, de forma mais ampla, promover um outro tipo de mentalidade entre os investidores em relação aos ganhos financeiros (Battilana & Lee, 2014).

Smith, Gonin e Besharov (2013) também avaliam a dualidade de objetivos dos negócios sociais a luz de diferentes teorias: institucional, organizacional, *stakeholders* e paradoxos, demonstrando como as dimensões sociais e de negócios simultaneamente trazem tensões para os negócios. Os autores trazem as seguintes categorias:

- **Desempenho:** As tensões de desempenho emergem quando um negócio social busca simultaneamente atender diversas métricas, no caso sociais e comerciais. Estudos apontam que as métricas quantitativas e de curto prazo, normalmente, são mais bem aceitas que as qualitativas e de longo prazo, o que pode sobrevalorizar o desempenho com lógica comercial e aumentar o risco de esvaziamento da missão social. Por outro lado, o alto comprometimento dos empreendedores pode priorizar em demasiado a lógica social e levar a um descasamento financeiro prejudicial para a sustentabilidade do próprio negócio.
- **Organizacionais:** As tensões organizacionais são provenientes de estruturas, culturas, práticas e processos contraditórios em um negócio social. Um negócio social precisa de equipes com habilidades sociais e comerciais, o que pode causar tensões desde a contratação, cultura e desenvolvimento. Além disso, a estrutura legal também pode trazer conflitos, já que algumas realmente formam organizações híbridas e outras têm duas estruturas separadas, uma para a parte social e outra para a parte comercial.

- **Pertencimento:** As tensões de pertencimento envolvem questões de identificação com o negócio social, com valores e objetivos alinhados. Dentro de um negócio social pode haver subgrupos com valores diferentes e que podem causar conflitos. Além disso, os colaboradores têm que interagir com diferentes *stakeholders* como fornecedores ou investidores, que têm propósitos diferentes e que também podem divergir dos valores da empresa e dos subgrupos existentes.
- **Aprendizado:** As tensões de aprendizado podem emergir das diferentes expectativas de tempo que uma organização tem para crescer, escalar ou se flexibilizar ao longo dos anos. Resultados financeiros como receitas, lucros e custos podem ser medidos no curto prazo, entretanto o desempenho social demanda um longo prazo já os planos de crescimento e escala podem afetar os impactos sociais. Os diferentes horizontes de tempo podem gerar conflitos na tomada de decisão da estratégia do negócio, por exemplo, e os *trade offs* de curto prazo versus longo prazo e a potencial escala do impacto ficam acentuados.

Os autores não evidenciam as tensões com os investidores, entretanto o mesmo pode ser observado nas diferentes categorias propostas pelos mesmos. Em Desempenho, o desafio é definir o que significa sucesso considerando os objetivos sociais e financeiros; em Pertencimento, o desafio é como gerir diferentes *stakeholders*, inclusive investidores; e em Aprendizado, o desafio é a sobreposição de múltiplos objetivos (escala, crescimento, estabilidade) em diferentes horizontes de tempo, curto *versus* longo prazo.

Pache e Santos (2013) colocam que os negócios sociais têm que gerir as lógicas comerciais e sociais e as áreas de maior competição são: propósito, forma organizacional (status legal, *ownership*, destinação dos lucros), mecanismos de governança/control e legitimidade profissional. Os autores não exploram diretamente as tensões com os investidores, mas colocam um item sobre o uso legítimo dos lucros, e o desafio sobre reinvestir no próprio negócio ou fazer a distribuição de dividendos.

Por fim, Battilana (2018) divide as tensões entre internas, externas, identidade e tipo de recursos. As tensões internas podem derivar de divergências sobre as prioridades sociais ou financeiras. E as tensões externas podem vir de parceiros, clientes e investidores que podem ter expectativas diferentes sobre a alocação de recursos financeiros e humanos. Na categoria tensões externas e recursos explora a dificuldade de captar recursos financeiros, especialmente considerando a resistência de investidores comerciais em apoiar negócios aparentemente menos rentáveis e, por outro lado, filantropos céticos sobre como ter um propósito social em uma organização que tem fins lucrativos.

De forma geral, podemos observar que os negócios sociais enfrentam um paradoxo, pois o cunho social enfraquece o desempenho social na medida que afeta negativamente a produtividade econômica do negócio, ou seja, se questiona se é possível priorizar sua missão social sem colocar em risco a entrega final para seus clientes. A tensão acontece quando há uma tomada de decisão da alocação de recursos (não só financeiros) da empresa e seus potenciais *trade-offs*; e mecanismos de governança são uma das formas de combinar as múltiplas lógicas e manter sua natureza híbrida e atingir sua missão (Battilana et al., 2015).

2.2 INVESTIMENTOS DE IMPACTO

2.2.1 Histórico, conceitos e tipos de mecanismos financeiros

Um desafio crucial para os negócios sociais é ter acesso a investimentos/financiamento. A depender de uma estruturação financeira adequada, é possível mobilizar mais capital e viabilizar para que os negócios tenham mais competitividade, promovam o crescimento econômico e melhorem a vida das pessoas (Akbulaev, Aliyev, & Ahmadov, 2019; Bugg-Levine & Emerson, 2011). Este é o chamado *impact investing* (ou investimentos de impacto). O termo é cunhado em 2007 em um debate entre investidores e a indústria financeira quando lançaram dívidas estruturadas com a intenção de ter desempenho financeiro, mas também usar seu capital para fazer algo positivo. Na época criou-se uma estrutura de financiamento criativa para casas de baixa renda e o termo *impact investing* (ou investimentos de impacto) trouxe um tom mais positivo do que outros termos existentes. De acordo com Bugg-Levine e Emerson (2011) “a ideia por trás do investimento de impacto é que investidores podem buscar retorno financeiro enquanto também endereçam desafios sociais e ambientais” (p. 10).

A nomenclatura também veio para demonstrar a mentalidade dos investidores que queriam integrar suas estratégias de investimento e de filantropia (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Investimento de Impacto é uma estratégia de investimento que gera retorno financeiro enquanto se tem a intenção de melhorar as condições sociais e ambientais. É uma visão disruptiva, já que o senso comum parece apontar para que os investimentos gerem apenas retorno financeiro, enquanto aqueles preocupados com as questões sociais devem doar dinheiro para buscar resolvê-los (Bugg-Levine, Kogut, & Kulatilaka, 2012).

O investimento de impacto busca gerar benefício social, cultural e/ou ambiental e retorno financeiro, ou seja, há a intenção explícita de ter retorno financeiro e benefícios para a

sociedade, diferenciando-se assim dos investimentos tradicionais, e inclusive indo além da questão binária entre o retorno ajustado ao risco ou a doação de dinheiro para causas ambientais e sociais (Addis, McLeod, & Raine, 2013). Diferente das finanças tradicionais e da filantropia, o investimento de impacto tem o compromisso do capital com o monitoramento do impacto. No Quadro 3 é possível visualizar o espectro de investimentos com a distinção entre os mecanismos de investimento tradicionais, investimento responsável e sustentável, investimento de impacto e filantropia.

Quadro 3 - O espectro de investimentos

Investimento tradicional	Investimento Responsável	Investimento Sustentável	Investimento de Impacto			Filantropia
Considera somente o desempenho financeiro	Mitiga riscos ambientais, sociais e de governança (ASG)	Adota práticas ambientais, sociais e de governança (ASG) com o intuito de aumentar valor	Considera o desempenho financeiro e o impacto			Considera somente o impacto
			Resultado financeiro acima do mercado	Resultado financeiro na média do mercado	Resultado financeiro abaixo do mercado	

Fonte: adaptado pela Autora, considerando a publicação da Aliança de Negócios e investimentos de Impacto (2019).

Na pesquisa acadêmica ainda falta clareza sobre a definição, conceitos e terminologias usadas para os investimentos de impacto. Microfinanças, investimentos socialmente responsáveis, *bonds* de impacto sociais, *venture philanthropy* e *impact investing* são terminologias correlacionadas, mas distintas. Não há consenso no uso das terminologias, então serão consideradas as revisões bibliográficas realizadas anteriormente para apontar algumas definições com diferenças e similaridades, e que foram sintetizadas no quadro 4.

Investimentos socialmente responsáveis (Sustainable Responsible Investment – SRI) podem ser colocado como um guarda-chuva para diferentes mecanismos financeiros que incluem a integração *Ambiental, Social e Governança* (ASG), os investimentos de impacto, entre outros (Höchstädter & Scheck, 2015).

Algumas diferenças entre SRI e *Impact Investing* são: 1) normalmente o segundo é descrito como mais pró-ativo na busca de seus objetivos sociais positivos; 2) os investimentos de impacto vão para empresas em estágios iniciais e não em empresas listadas em bolsa; 3) os retornos financeiros do SRI aproximam-se mais dos retornos comerciais, enquanto os

investimentos de impacto podem ter a variável risco-retorno menos ajustada (Höchstädter & Scheck, 2015; Agrawal & Hockerts, 2019).

Os termos finanças sociais e *impact investing* são próximos, sendo que se pode verificar que a maioria dos pesquisadores do Reino Unido e Europa usam o termo de "finanças sociais" e na América do Norte e Ásia usam o termo "*impact investing*". Com o passar dos anos, ambos conceitos estão sendo usados quase que como sinónimos (Höchstädter & Scheck, 2015; Agrawal & Hockerts, 2019).

As microfinanças podem ser consideradas uma das formas dos investimentos de impacto, entretanto os investidores de impacto são diferentes das organizações de microfinanças, ou seja, os investidores de impacto investem em organizações de microfinanças (Agrawal & Hockerts, 2019).

Venture philanthropy é diferente de *impact investing*, pois, apesar de ambos investirem em modelos de negócios, o primeiro não tem ênfase no retorno financeiro. O que eles têm em comum é que ambos se engajam com investidores e enfatizam a maximização do retorno social com um *accountability* que se diferencia da filantropia pura (Agrawal & Hockerts, 2019).

Social impact bonds são mecanismos financeiros com pagamentos efetuados baseados em resultados, ou seja, o retorno financeiro é assegurado na medida que os resultados sociais pré-definidos são alcançados. Normalmente são um arranjo com governo, negócios sociais e investidores. Pode ser considerado como uma modalidade de investimento de impacto, entretanto o nível de engajamento com *stakeholders* e de mensuração de impacto é muito mais elevado se comparado com outros tipos de operações com atores privados (Agrawal & Hockerts, 2019).

Na pesquisa anual com investidores de impacto (GIIN, 2020), os mecanismos financeiros mapeados são: private-debt (dívida privada), private-equity (participação em empresas privadas), publicly traded debt (dívida negociada publicamente), public equity (ações), real assets (ativos em imóveis), equity like debt (dívida "quase capital") e depósitos.

Sendo assim, os diferentes tipos de mecanismos de investimentos financeiros para operacionalizar os investimentos de impacto foram sintetizados no quadro 4: instrumentos de dívidas, ações, garantias de empréstimo, *venture capital*, *private equity* e depósitos são os formatos mais tradicionais; enquanto que *crowdfunding*, *social impact bonds*, instrumentos de dívida "quase capital" são mais recentes e inovadores, sendo que cada um tem características diferentes sobre a estruturação da remuneração, participação em ativos e tipos

de retorno (Bugg-Levine & Emerson, 2011; Höchstädter & Scheck, 2015; Akbulaev et al., 2019).

Quadro 4 - Nomenclaturas mais comuns e tipos de mecanismos de investimento financeiros

	Investimento Socialmente Responsável (SRI)			
Investimento tradicional	Investimento Responsável	Investimento Sustentável	Investimento de Impacto ou Finanças Sociais	Filantropia
	Mecanismos com integração ASG		Microfinanças, Social ImpactBonds, entre outros	Venture Philantropy
	Tipos de mecanismos financeiros: instrumentos de dívidas, ações, garantias de empréstimo, venture capital, privateequity, depósitos, crowdfunding, crowdlending.			
		Tipos de mecanismos financeiros adicionais: microfinanças, social impactbonds, instrumentos de dívida "quase capital"		

Fonte: elaborado pela Autora.

Em 2019, estimou-se que globalmente 294 investidores de impacto investiram US\$ 404 bilhões mundialmente. Dos que abriram os dados e excluindo os *outliers*, 37% dos recursos foram investidos em mecanismos de dívidas, 24% em *publicly traded debt* e 16% em *private equity* e 10% public equity. Estima-se que na América Latina e Caribe haja uma alocação de 12% do total de ativos mundiais, sendo que 7% em *private equity* e 18% em mecanismos de dívida (GIIN, 2020). Na pesquisa da *Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE) é possível ter uma abertura do mercado brasileiro, no qual estima-se US\$ 785 milhões alocados em investimentos de impacto, mas o tipo de mecanismo de investimento financeiro utilizado diverge da tendência mundial e da América Latina, sendo que 90% são *equities*, 8% dívida, 1% instrumentos de dívida “quase capital” e 1% outros (ANDE, 2020).

Vale destacar que para os investimentos de impacto dois elementos são colocados como essenciais: retorno financeiro (abaixo, na média ou acima do mercado) e impacto; este último com grande subjetividade e muitas vezes definido a depender do investidor e do investimento, entretanto deve haver a intencionalidade e impacto mensurável. (Höchstädter & Scheck, 2015). Esta, inclusive, será usada como definição neste projeto. De 2016 para agora, as definições de *impact investing* ganharam mais complexidade, incorporando elementos ligados aos *stakeholders*, lucro e motivação social, além da menção da quantificação do impacto. A mensuração do impacto social ainda é difusa e precisa ser padronizada, e existe

um debate crítico sobre a mensuração dos *outcomes* já que a empresa depende na criação de valor social e comercial (Agrawal & Hockerts, 2019).

Os investimentos de impacto podem ser considerados uma classe de ativos ou como uma abordagem de investimento que pode ser aplicada em diferentes classes. Esta segunda parece ser a mais aceita e requer que se tenha uma estratégia integrada ao portfólio total, ou seja, uma parte dos investimentos será de impacto e pode ser alocada em diferentes classes de ativos conforme o perfil de risco do investidor e a diversificação do portfólio (Ormistonet al., 2015). As taxas de retorno podem ser diferentes considerando a classe de ativo e o risco retorno (GIIN, 2019). Além disso, recomenda-se que os fundos de investimentos tornem público sua tese de investimento e impacto, algo comum nos fundos de *venture capital*. A tese de investimento tem que incluir uma narrativa que articula a estratégia do fundo, intenção do impacto, níveis de risco e diferenciais frente aos seus concorrentes, sempre pautado em evidências e no contexto (GIIN, 2021).

Assim cada investidor pode otimizar o seu resultado financeiro e maximizar o impacto conforme seu perfil de risco e as características de cada classe de ativo. Para tal, os investidores precisam ter clareza de seus objetivos, buscar intencionalmente integrar impacto em seu portfólio, fazer alocação de seus ativos por diferentes classes e, por fim, monitorar o desempenho financeiro e de impacto (Emerson&Smalling, 2017). Como investimentos de impacto são uma novidade, pode-se ter mais flexibilidade no tamanho do negócio, horizonte de tempo, liquidez e outros fatores, e é fato que para investidores tradicionais é mais difícil entender como incluir investimentos de impacto em seus portfólios, assim, utilizar as mesmas práticas dos investimentos tradicionais, podem ajudar a engajar investidores (Ormistonet al., 2015).

A definição do *Global Impact Investing Network* (GIIN), a maior rede de *impact investing* no mundo, está alinhada com os tópicos acima e resumem a expectativas sobre os investimentos de impacto:

Investimentos de impacto devem considerar 4 elementos principais: 1) intencionalidade: contribui para soluções sociais e ambientais e se diferencia de outras estratégias como análise ASG, Investimento Responsável e outras estratégias de *screening*; 2) retorno financeiro: é diferente de filantropia e busca retorno financeiro podendo ser abaixo do mercado e ajustado ao risco retorno; 3) classes de ativos: Faz parte de diferentes classes de ativos; 4) mensuração de impacto: compromisso de medir e reportar a performance social e ambiental dos investimentos. E os investidores de impacto devem: 1) contribuir intencionalmente para o impacto positivo e ambiental 2) Usar evidências e dados de impacto para seus investimentos 3) Gerenciar sua performance de impacto 4) Contribuir para o crescimento do impact investing. (GIIN, 2019, pp. 1-2)

Akbulaev, Aliyev e Ahmadov(2019), em sua revisão sistemática da literatura, apontam que os modelos de financiamento dos negócios sociais são diferentes na Europa e nos EUA. No modelo americano, a principal fonte de financiamento é o lucro do negócio, e recursos financeiros podem ser adicionados, sendo mais orientados pelo mercado. Entretanto, na Europa grandes fundações filantrópicas podem ser grandes financiadores das empresas sociais. No modelo europeu, as fontes de financiamento são menos relevantes, já que o principal é resolver os problemas sociais (Akbulaev, Aliyev, & Ahmadov, 2019).

No Brasil, a Aliança de Negócios e Investimentos de Impacto fez um mapeamento dos mecanismos de investimentos de impacto em 2019 e também identificou maiores desafios dos mecanismos financeiros: 1) ampliar e adequar os produtos existentes ao perfil dos investidores brasileiros; e2) diversificar os produtos considerando os níveis de risco, horizontes de investimentos e valores de aplicação. Já os desafios para os investidores são: 1) compreender e acompanhar os resultados financeiros e de impacto, alinhando as expectativas entre empreendedor e investidor sobre o que é impacto; e2) alinhar as expectativas de retorno (impacto e financeiro) com o empreendedor (Aliança de Negócios e Investimentos de Impacto, 2019).

2.2.2 Perfis e tipos de investidores e a mensuração de impacto

No Brasil, a Instrução nº 554/14 (CVM,2014) divide os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os demais investidores, este último são os investidores de varejo. Nos Estados Unidos, a classificação de investidores profissionais e qualificados são agrupados na categoria *accredited investor* conforme a regra 501 da Regulação D da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* e são aqueles com pelo menos US\$ 1MM de patrimônio, excluindo o valor da principal casa residência ou pelo menos US\$ 200 mil de renda anual nos últimos dois anos. Também se enquadram nessa categoria bancos, empresas de investimentos, organizações de caridade com ativos maiores de US\$ 5MM entre outros.

Os investidores de impacto podem ser gestores de fundos, fundos de pensão, DFI's (*Development Financial Institutions*), bancos e instituições financeiras, fundações, *family offices*, investidores individuais, ONG's e comunidades religiosas (GIIN, 2019). Para este projeto vamos pesquisar os investidores profissionais, clubes/fundos de investimentos autorizados pela CVM, já que estes são os principais atores no mercado de investimentos de impacto no Brasil. Adicionalmente também serão ouvidos um banco multilateral, *family office*

e uma pessoa natural que detenham investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões (CVM, 2014, instrução 554/14) como forma de complementar a análise dos estudos de caso.

Os primeiros a entrarem como investidores de impacto foram os filantropos, investidores institucionais e as fundações. Ormiston et al.(2015) avaliaram tais grupos de investidores e puderam observar que entre esses, alguns priorizam o retorno financeiro e outros o impacto, e a dicotomia entre ambos é sempre um desafio. Investidores institucionais e fundações demonstram preocupações considerando o risco retorno e o seu dever fiduciário, por outro lado investidores de alta renda ficam mais confortáveis na medida que os investimentos estão alinhados com suas preferências e valores pessoais (Ormiston et al., 2015).

A revisão sistemática da literatura sobre *impact investing* feita por Höchstädter e Scheck (2015) demonstra que a questão do retorno financeiro pode variar entre retorno abaixo, média e acima do mercado e isso vai depender do investimento e da estratégia do investidor. De forma ampla, os investidores de impacto podem ser classificados em dois tipos de perfis: 1) *Impact first* - que querem maximizar seu impacto social/ambiental com um retorno financeiro mínimo. Normalmente, gostam de experimentar diversificando sua forma de atuação social e buscando mecanismos de mercado que geram impacto; 2) *Financial First* - são aqueles investidores que querem otimizar seu retorno financeiro com um retorno social/ambiental mínimo. Estes são normalmente investidores tradicionais que buscam alternativas de ter retornos de mercado enquanto também beneficiam social/ambientalmente. Eles normalmente fazem isso para integrar as questões sociais e ambientais em sua tomada de decisões de investimento, para explorar novas formas de gerar valor ou em resposta a regulações ou taxas (Freireich& Fulton, 2009; Höchstädter&Scheck, 2015).

Como foi dito anteriormente o financiamento de negócios sociais não é trivial. Por um lado, filantropos (*impact first*) podem ser céticos de como uma organização com propósito social pode ter lucro; e por outro os investidores comerciais (*financial first*) podem ficar receosos com negócios que parecem pouco lucrativos. No Brasil, a VOX Capital, no início de suas operações em 2012, relata que teve dificuldades de captar dinheiro com filantropos ou investidores comerciais, assim vendo-se no desafio de encontrar negócios com o compromisso social, mas também de manter a excelência e a rentabilidade. Reconhece-se assim o desafio entre o alinhamento entre investidores e gestores e de performar investindo em negócios com retorno financeiro e impacto social em maior escala (Battilana, 2018).

Outro grande desafio é a mensuração do impacto social. A mensuração financeira já conta com modelos sofisticados e com históricos consolidados, mas o mesmo não acontece com o retorno socioambiental. Além de não haver padrões, cada público pode ter diferentes abordagens quando falamos de impacto social: investidores podem querer entender como seu capital ajuda a endereçar objetivos mais amplos numa escala de tempo e níveis de riscos, os gestores de fundos podem querer ter comparativos da efetividade entre investimentos, as empresas investidas podem querer usar as métricas para entender seu progresso e fazer melhorias, e os beneficiários finais podem querer se engajar em processos de mensuração inclusive para influenciar o processo de investimentos. Considerando a visão de cada público, é preciso refletir sobre quais efeitos sociais e ambientais que podem ser considerados legítimos para uma mensuração e, posteriormente, como a performance socioambiental é percebida pelo investidor (Reeder et al., 2015)

Khandker, Koolwal e Samad(2009) propõem quatro aspectos para a geração de valor: *inputs* (recursos investidos e meio pelo qual se atingirá o impacto desejado), *outputs* (resultados diretos, tangíveis e imediatos), *outcomes* (resultados de médio e longo prazo e trazem uma mudança na vida das pessoas expostas as atividades) e, por fim, impacto (estimativa dos *outcomes*, excluindo o que teria acontecido sem a intervenção inicial).

Uma avaliação de impacto de um negócio social pode ser definida como os efeitos de uma atividade no público final, que geralmente é parte da missão do negócio e que deve deixar claro para seus *stakeholders* qual efeito positivo deseja alcançar (Barki et al., 2013). Já a perspectiva do investidor para avaliação e a mensuração de impacto ainda vem com muita subjetividade e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento (Höchstädter & Scheck, 2015).

As formas de mensuração dos investidores de impacto variam e vem numa constante evolução. Muitos investidores de impacto vêm usando a chamada *teoria da mudança* para compreender o impacto dos seus investimentos, que busca explicar como as atividades criam uma série de resultados (*outcomes*) que contribuem para o atingimento do impacto. É um processo participativo, buscado entender casualidades e as contribuições (Funnell & Rogers, 2011; Rogers, 2014). A *teoria da mudança* é uma terminologia comum entre os negócios sociais e investidores de impacto e é uma metodologia de avaliação que surge com a função de compreender os aspectos essenciais para atingir os objetivos sociais e/ou ambientais. Weiss (1972) define que o processo de avaliação precisa medir os efeitos de um programa conforme seus objetivos, assim como incorporar na tomada de decisão para melhorar o determinado programa. Uma das técnicas comuns para a *teoria da mudança* é um diagrama visual com

outcomes e a relação entre as estratégias e os resultados pretendidos, além de incluir as premissas sobre as mudanças esperadas (Annie, 2004).

Assim, os investidores olham os potenciais mudanças sistêmicas tendo sua *teoria de mudança* como ponto de partida e complementam com estudos que evidenciem as transformações derivadas dos investimentos. Enquanto outros preferem estudos mais qualitativos, revisão de experts, opinião de *stakeholders* e entrevistas com beneficiários. Há também o caso daqueles investimentos que possuem mecanismos mais estabelecidos como a mensuração de gases de efeito estufa, por exemplo (Reeder et al., 2015).

Independente do modelo adotado, a avaliação dos *outcomes* e dos impactos não é uma tarefa simples e há cada vez mais pressão externa para a correta mensuração do impacto social de um negócio social, inclusive para ser mais atraente para mais investidores. Para os investidores de impacto é necessária a construção de métricas e indicadores com algum tipo de asseguração de que os impactos são fidedignos. Nesse sentido, o *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS) é uma organização reconhecida internacionalmente e que vem construindo métricas comparáveis e avaliação independente para investidores. Já o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS) é uma biblioteca de indicadores de desempenho social, ambiental e financeiro com definições padronizadas e aplicáveis para diferentes setores e regiões. Estas são boas referências, mas que também possuem limitações, pois não se pode fazer uma tradução exata, especialmente para os resultados qualitativos (Barki et al., 2013).

Recentemente, há discussões e estudos para buscar maior padronização e comparabilidade dos impactos gerados pelos investimentos de impacto. Uma dessas iniciativas recentes é o *Impact Management Project* (IMP), uma plataforma global para a construção de consenso sobre a mensuração, gestão e reporte de impactos em sustentabilidade. O IMP conta com a participação de 16 organizações internacionais como *Global Reporting Initiative* (GRI), *Principles for Responsible Investment* (PRI), *United Nations Environmental Programme Finance Initiative* (UNEP FI), *Carbon Disclosure Project* (CDP), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), *Global Impact Investing Network* (GIIN), Sistema B, entre outros, e tem um escopo que considera a atuação das empresas, dos investidores, organizações sem fins lucrativos, cientistas sociais e formuladores de políticas públicas entre outros. Essa atuação multidisciplinar contribui para essa visão mais holística sobre a mensuração e a gestão dos impactos (Impact Management Project, 2021)

O IMP descreve cinco dimensões de impacto: *What* (o que/quais são os *outcomes*); *Who* (quem é o público para os *outcomes*); *How much* (qual é a escala, profundidade e

duração dos outcomes); *Contribution* (quanto a mudança não aconteceria sem a intervenção); *Risk* (qual é o risco do impacto não acontecer conforme o esperado). Para cada uma destas são descritas categorias, totalizando 15, com informações que precisam ser geridas e reportadas.

As empresas podem demonstrar suas intenções conforme os tipos de impacto: A, B e C:

- *Act to avoid Harm*: Agir para evitar danos
- *Benefit Stakeholders*: Beneficiar stakeholders
- *Contribute to solutions*: contribuir para as soluções

Por outro lado, o IMP sinaliza as seguintes categorias para o quanto cada investidor contribui para o atingimento do impacto: 1) “buscam sinalizar que o impacto importa”, 2) “buscam envolver-se ativamente” com as empresas investidas e 3) “fomentam mercados novos ou mal servidos” e 4) “buscam prover capital flexível”. Em suma, o IMP buscar harmonizar diferentes pontos de vista e de diferentes disciplinas colocando num formato compreensível e comparável e cada vez mais organizações vem colocando em prática o modelo.

De forma geral, pode-se dizer que os modelos de avaliação vão variar conforme o significado do valor social para cada público, que também evolui, assim como as expectativas sobre o que deve ser mensurado. As escolhas dos investidores sobre a mensuração de impacto também são reflexo sobre seu comprometimento com o tema e, conforme o aumento dos recursos financeiros para esse tipo de investimento, maior será a pressão para aprimorar as práticas de mensuração (Reisman, Olazabal, & Hoffman, 2018).

2.3 OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

2.3.1 Histórico e conceitos

A relação entre investidores e gestores de empresas já foram bem estudados e conceituados pela Teoria da Agência. Desde 1800, já tínhamos empresas, mas elas ganharam novos formatos em meados dos anos 1900, pois elas precisavam de capital para expandir suas operações e começaram a vender shares de seu capital como forma de atrair investidores, ganhando sofisticação e desenvolvendo-se assim o mercado de capitais. As grandes corporações começaram a se formar, diluindo-se a propriedade dos acionistas majoritário e,

consequentemente, iniciou-se a separação entre o direito de propriedade e o controle/gestão dessas empresas (Berle& Means, 1991).

Surgem assim os gestores das corporações, que eram os “*trustees*” dessas novas relações que se formam; e a corporação moderna passa a ser cercada pelos diferentes interesses dos vários acionistas e não mais de um único dono de empresa (Blair, 1996).

A dispersão acionária acaba fazendo com que o *shareholder* típico não tenha o mesmo interesse pelo dia a dia da empresa, já que existem milhares iguais a ele. Por outro lado, os gestores e os diretores, têm a possibilidade de gerenciar os recursos da empresa sem necessariamente o efetivo escrutínio dos acionistas (Berle& Means, 1991). A separação entre a propriedade e o controle fazem surgir tensões e os conflitos entre os investidores e os gestores das corporações que, até então, não eram explicados por nenhuma teoria específica.

A Teoria da Agência passa a explicar essas novas relações empresariais considerando que investidores e gestores têm interesses diferentes e há assimetria de informação (Jensen&Meckling, 1979). Os problemas de agência são os conflitos de interesse, inerentes em qualquer relação, em que é esperado que uma parte atue considerando os interesses da outra parte. Em outras palavras, como os agentes atuam considerando os interesses do principal. Os problemas de agência observados entre os investidores (principal) e os gestores (agente) são: 1) o principal pode ter dificuldade em verificar o desempenho do agente; 2) principal e agentes podem ter diferentes preferências e atitudes a depender dos riscos (Eisenhardt, 1989).

Assim busca-se estabelecer contratos para dar eficiência a relação principal-agente considerando os comportamentos individuais (ex. individualismo, racionalidade limitada e aversão a risco), da organização (conflito de metas entre os membros), e de informação (informação como uma *commoditie* que pode ser comprada). Os contratos podem ser orientados pelo comportamento (ex. salários e governança hierárquica), ou pelos *outcomes* (ex. comissões, *stock options*, transferência de e propriedade, governança de mercado). Outro item relevante é o tipo de informação que o investidor deve receber como forma de monitoramento de seus próprios interesses (Eisenhardt, 1989).

Os problemas de agência podem emergir porque os contratos não foram bem desenvolvidos; e os custos de agência podem incluir os custos de estruturação, monitoramento e contratos entre aqueles com conflitos de interesse. Um sistema eficiente de decisão implica que o controle esteja separado dos gestores que tomam as decisões. Vale também mencionar, que, em organizações não governamentais, o potencial conflito de interesse está no uso adequado dos recursos financeiros para a causa e a não apropriação por parte de *residual*

claimants (requerentes residuais). É necessária a separação do controle e da tomada de decisão, mas uma ação combinada entre ambas pode também ser eficiente (Fama & Jensen, 1983).

Na Teoria da Agência parte-se da premissa que os conflitos entre principal e agente são inerentes das corporações, trazem custos reais e que podem ser resolvidos por meio de contratos e mecanismos de governança. Na medida que se espera que os agentes não vão agir sempre nos melhores interesses do principal, estabelecem-se incentivos apropriados e métodos de monitoramento para direcioná-los (Jensen & Meckling, 1979).

Pode-se dizer que a Teoria da Agência é pautada em sete premissas: interesse próprio, conflito de objetivos, racionalidade, assimetria de informações, preeminência da eficiência, aversão a risco e informação como *commoditie* (Bendickson et al., 2016), e a mesma recebe algumas críticas na medida que coloca que os indivíduos envolvidos como autocentrados, com comportamentos racionais e com a maximização do seu valor (Linder & Foss, 2015).

Entretanto é preciso entender o contexto em que a teoria surgiu. A revolução industrial, o mercado de capitais, atuação dos sindicatos e a organização dos trabalhadores, a gestão científica, os estudos sobre as relações humanas e motivações para o trabalho foram fortes influências para o delineamento da Teoria da Agência. A relação principal-agente foi inicialmente aplicada para *shareholders*-CEO's, mas com o passar dos anos o conceito foi se expandido e sendo aplicado para outras relações como por exemplo, *bondholders*-*shareholders*, clientes-serviço e empregador-empregado (Bendickson et al., 2016).

Para o contexto desta pesquisa é preciso também mencionar os conflitos de agência entre os *shareholders* e os *debtholders*, pois investimentos de impacto no Brasil também se dão por meio de instrumentos de dívida. Nesses casos, os *covenants* (contratos) de títulos de dívidas são utilizados para controlar os conflitos de interesse e diminuir os custos de agência. Os *covenants* são uma forma de alinhar interesses entre a empresa e o credor, traduzindo-se num sistema de incentivos. Normalmente os *covenants* têm cláusulas que restringem a emissão de novas dívidas, distribuição de dividendos, fusões e disposição de ativos. Tudo isso para diminuir o risco do não pagamento da dívida nos tempos e termos acordados (Smith & Warner, 1979). Os autores Smith e Warner (1979) classificam os *covenants* em quatro categorias: produção/investimento, dividendos, financiamento e "bonding". De forma geral, busca-se limitar a compra de ativos, a distribuição de dividendos, o comprometimento em novas dívidas ou similares que comprometam o pagamento futuro. Os *covenants* não tem o poder de "controlar" a empresa, assim como acontece nos casos dos *shareholders*, ou seja, a relação de um contrato de financiamento não tem os mesmos princípios de um *shareholder*-

empresa. Creedores que tenham um excesso de controle sobre a empresa podem gerar passivos e podem ser coresponsabilizados em caso de quebra da empresa.

A partir da década de 80 intensificou-se a discussão sobre como gerir outros *stakeholders*, além dos *shareholders*. Freeman introduziu o tema no mundo dos negócios e defendeu que gerir seus *stakeholders* pode contribuir para as decisões estratégicas assim como o papel da empresa na sociedade (Freeman, 1984). Por um lado, Jensen (2010) coloca que é muito difícil uma organização priorizar vários objetivos simultaneamente, referindo-se as diferentes métricas como lucro, *market share* ou crescimento futuro, pois são direções distintas que dificultam a tomada de decisão dos gestores de empresas e, conseqüentemente, podem gerar tensões com o investidor. Por outro lado, é possível observar investidores cujo dever fiduciário vai além do desempenho individual de uma empresa ou do impacto em uma economia local, eles avaliam a eficiência macroeconômica e as externalidades geradas por um portfólio de investimentos (Jayashankar, Ashta, & Rasmussen, 2015), desafiando a relação “principal-agente”, na qual as métricas não financeiras passam a serem consideradas (Hawley & Williams, 2005).

É preciso também incluir o conceito do dever fiduciário (ou *fiduciary duty*, em inglês), que existe para assegurar que aqueles que fazem a gestão de recursos para terceiros gerenciem os recursos nos melhores interesses dos beneficiários e não interesses próprios. As obrigações (ou *duties*, em inglês) mais importantes são a lealdade, atuando com honestidade e boa-fé, e prudência. De acordo com Sullivan o conceito do dever fiduciário moderno incorpora novas variáveis, ou seja, as questões ambientais, sociais, e de governança (ASG) financeiramente materiais precisam ser incorporadas na tomada de decisão conforme o mandato e o tempo de um investimento, internalizando variáveis a favor do melhor interesse dos beneficiários. O dever fiduciário moderno inclusive já começa a ser materializado no Brasil com o “relate ou explique” da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2015), com o Código de Stewardship da Associação dos Investidores de Mercado de Capitais (AMEC, 2016), com a auto-regulação de Governança Corporativa da Associação dos Fundos de Pensão (Abrapp, 2019), e, recentemente, com a consulta pública da Comissão de Valores Mobiliários sobre o formulário de referência (CVM 480, 2020) com aspectos ASG³.

Mesmo com todo esse contexto, tem que se admitir que o valor para o *shareholder* continua sendo muito relevante, apesar das novas variáveis incorporadas, da internalização de algumas externalidades negativas ou da potencialização das positivas (Hawley & Williams,

³ Recuperado de http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html.

2005). Entretanto, servir o *shareholder* não significa colocar o lucro acima de tudo, deve-se maximizar o bem-estar do *shareholder*, considerando não só os valores financeiros. No final das contas, em alguma medida, a preocupação do investidor não é somente o dinheiro, mas sim os *trade-offs* para ações pró sociedade e meio ambiente (Hart&Zingales, 2017). E o dever fiduciário do gestor ganha novas nuances na medida que as questões ASG tornam-se direcionadores para o desempenho financeiro e para a criação de valor para o acionista e para a empresa (Sullivan, 2015).

2.3.2 Teoria da Agência aplicada nos investimentos de impacto

A Teoria da Agência pode ajudar a modelar e testar, com premissas mais próximas da realidade, os conflitos de interesse, modelos de governança, incentivos, monitoramento e assimetria de informações, já que a teoria tem contribuição relevante nas formas de alinhamento entre principal e agente e nos processos de meritocracia e outros mecanismos de alinhamento (Linder & Foss, 2015).

Quando consideramos empreendimentos sociais, há nuances específicas para a Teoria da Agência. Numa das referências encontradas, explora-se como a teoria da agência varia conforme os diferentes tipos de empreendedores e fenômenos econômicos modernos, entre eles os empreendedores sociais (Bendickson et al., 2016). Assim, observa-se que uma lacuna é entender se os conflitos de agência ocorrem da mesma maneira nos investimentos de impacto e negócios sociais e quais tipos de conflitos podem se acentuar em função da dualidade de objetivos. Assim, se faz necessário entender como a teoria da agência pode ser modificada para que tenha uma melhor aplicação considerando os negócios atuais ou se novas teorias se fazem necessário (Bendickson et al., 2016).

Os empreendedores sociais trazem à tona a missão social, entretanto usando os mecanismos de mercado e tendo múltiplos "*bottom lines*", ou seja, não apenas o resultado financeiro, o que traz questões específicas que demandam mecanismos de governança únicos. Além disso, os negócios sociais podem contar com diferentes fontes de financiamento: governo, investidores, doações, horas de voluntariado, o que acaba gerando adicionais relações entre o principal-agente, e requerendo mecanismos de governança considerando os seus diferentes interlocutores: comunidade, investidores, clientes e governo. Assim, o empreendedor pode acabar tendo diferentes papéis como agente (quando recebe dinheiro de investidores ou do governo), e diferentes papéis como principal (quando presta serviços e "distribui" recursos para os que precisam). Em suma, um negócio social pode acabar sendo

agente em alguns momentos e principal em outros, o que aumenta a complexidade dos conflitos de agência. Sendo assim, a teoria da agência pode ter limitações para explicar o ambiente dos negócios sociais, mas por outro lado, estudos adicionais podem contribuir para o refinamento da teoria para que tenha ainda um melhor uso considerando o contexto atual (Bendickson et al., 2016).

Por um lado, espera-se que haja alto alinhamento entre investidor e negócio, diminuindo as tensões e conflitos da relação principal-agente, inclusive porque as métricas não financeiras têm grande relevância (Hawley & Williams, 2005). Por outro lado, as tensões podem ser intensificadas, considerando a dualidade de objetivos, o tipo, perfil, quantidade de investidores e, especialmente, a dificuldade de mensurar o impacto social (Viviani & Maurel, 2019).

Vale destacar que as tensões geradas pela dualidade de objetivos não necessariamente geram resultados negativos. A natureza híbrida dos empreendimentos sociais é intrínseca e traz uma série de tensões derivadas da concorrência entre as demandas das lógicas de mercado e as sociais, podendo ter dois possíveis resultados: pode ter sua missão social esvaziada (Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014); ou pode trazer inovação, pois integra as múltiplas lógicas de forma sustentável e tem o apoio de diferentes atores para gerar novas soluções sociais ou formas de escala (Pache & Santos, 2013).

Os tipos, perfis, os valores dos investidores e design dos instrumentos financeiros podem influenciar as características das tensões e conflitos. Fundos de pensão parecem os mais conservadores, investidores corporativos buscam o risco retorno ajustado, organizações de desenvolvimento buscam um retorno financeiro no longo prazo e filantropos estão menos preocupados com seu risco financeiro e sim com a preservação do seu capital. O design dos mecanismos financeiros (tipo de capital, horizontes de tempo e diversificação de investidores) também parecem influenciar nos conflitos. Do lado do impacto, este precisa estar ajustado aos valores do investidor e ao contexto regulatório do país (Freireich & Fulton, 2009; Battilana, Walker, & Dorsey, 2012; Ormiston et al., 2015; Mogapi, Sutherland, & Wilson-Prangley, 2019; Viviani & Maurel, 2019).

Os estudos acadêmicos já trazem alguns potenciais mecanismos para reduzir as tensões e os conflitos de agência. O alinhamento da missão, a estrutura de governança, a estrutura do capital financeiro (Wilson & Post, 2013), *due diligence* prévio, mensuração do impacto social, comunicação assertiva, conhecimento do setor e engajamento (Agrawak & Hockerts, 2019), a reciprocidade, valores compartilhados e a cooperação parecem ajudar a diminuir os conflitos de agência e gerar capital relacional (Viviani & Maurel, 2019).

Antes mesmo da decisão do investimento, uma *due dilligence*⁴(do inglês, diligência prévia) pode ajudar a identificar a convergência de valores e cultura sobre os objetivos sociais e financeiros nos seguintes quesitos: expectativas de impacto social e de retorno financeiro e escala esperada para os impactos e retornos (Agrawal&Hockerts, 2019).

A estrutura do capital financeiro vai ser também um indicativo de *impactfirst* ou *financial first*. Por exemplo, organizações *financialfirst* podem acabar buscando mais capital para acelerar seu crescimento e o mecanismo de *equity* tende a ser mais comum. Nesse sentido, é importante ter o alinhamento de valores entre atores envolvidos, pois a estrutura de capital demanda paciência e consistência para a implementação da missão social num contexto de mercado, contrastando com a realidade de mercados tradicionais de mercado de capitais, *private e venture capital*(Wilson &Post, 2013).

Em governança corporativa, a independência entre o *board* e o corpo executivo, a inclusão de múltiplos *stakeholders* considerando o propósito da empresa, o monitoramento dos executivos de forma que existam incentivos apropriados para equilibrar os objetivos sociais e financeiros são determinantes (Bacq, Janssen, &Kickul, 2011).

Em negócios sociais estabelecidos, os Conselhos de Administração (ou similares) devem ocupar espaço relevante, já que eles são a interface entre a empresa e o ambiente externo. É papel da governança monitorar o relacionamento entre as atividades sociais e comerciais, desenvolver controles apropriados para monitorar o desempenho dos gestores, e dar transparência do *accountability* para os beneficiários. Ter *accountability* para a missão social é um desafio pois temos poucos standards ou *benchmarks* para a mensuração do desempenho social. Uma das consequências, e um dos maiores riscos, é o esvaziamento da missão social. Para minimizar esse risco propõe-se que a governança tenha três papéis essenciais: 1) monitorar o relacionamento entre as atividades sociais e comerciais, 2) desenvolver controles apropriados para monitorar o desempenho dos agentes (gestores), 3) colocar em práticas formas efetivas de levar *accountability* para os beneficiários. Esses papéis são desafiadores pelo alto nível de complexidade(Ebrahim, Battilana, &Mair, 2014). Sob a perspectiva da Teoria da Agência, o papel da governança corporativa será determinar que tipo de estratégia - *behaviorbased* ou *outcomebased* - será mais adequada ao contexto da empresa e para avaliar os conflitos entre o desempenho social e financeiro e, finalmente, entender como

⁴ Normalmente refere-se ao processo de busca de informações sobre uma empresa antes de seu investimento ou financiamento.

se dá o controle de poder que prioriza os *stakeholders* com um modelo de governança participativa (Galera & Borzaga, 2009; Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014).

Por outro lado, ter um corpo executivo que entenda a importância dos objetivos de longo prazo e a conexão com a missão social e o desempenho financeiro ajudam no atingimento dos objetivos da empresa e na diminuição de conflitos (Bacq, Janssen, & Kickul, 2011).

Criar espaços de negociação podem também ser uma forma de mitigar as tensões e riscos anteriormente explicitados, pois permite a discussão em cima dos *trade-offs* entre as entregas sociais versus comerciais. Diferentes perfis de gestores e espaços de negociação facilitam uma discussão estruturada nos diferentes níveis da organização, inclusive com os mais altos níveis, possibilitando encontrar soluções para os desafios postos. O legado e a visão de longo prazo da empresa também são relevantes (Battilana et al., 2015).

Aqueles investidores com estratégias mais especializadas em setores e com um canal de comunicação aberto e transparente diminuem as chances de tensões e conseguem maior alinhamento. Após a tomada de decisão do investimento há iniciativas remediadoras: mensuração e reporte do impacto social e compartilhamento do conhecimento e engajamento. Tais ações serão importantes para o contínuo alinhamento sobre os objetivos esperados entre investidor e empresa investida (Agrawal & Hockerts, 2019).

2.3.3 A relação dos investidores com os gestores

Os negócios sociais têm que gerir uma série de tensões em função de sua dualidade de objetivos, sendo que uma das tensões é com o investidor. Por outro lado, o investidor também tem uma série de tensões em função da sua dualidade de objetivos, dificuldade da mensuração do impacto e seu risco financeiro. As tensões dos negócios sociais já são exploradas em alguns estudos acadêmicos, mas ainda falta um aprofundamento nas tensões entre: investidores (principal) e gestores (agente); e como se dá o relacionamento, controle e monitoramento entre ambos.

As tensões se intensificam nas tomadas de decisão e quando as lógicas sociais e financeiras são colocadas a provapor fatores internos como a cultura organizacional, os processos internos, a postura da liderança, os mecanismos de governança; e fatores externos: legitimidade para distintos stakeholders, clientes, beneficiários e investidores, potencializados pela falta de um framework legal considerando a natureza empresa e os

mecanismos de controle e prestação de contas. (Battilana et al., 2012; Smith, Gonin, & Besharov, 2013; Pache & Santos, 2013; Battilana, 2018).

Na literatura já são relatados alguns conflitos para os negócios sociais e seus investidores: o propósito duplo (social e financeiro) da empresa, a dificuldade de mensurar o impacto social e o risco financeiro. As tensões podem ser influenciadas pelo tipo e perfil do investidor, alinhamento de valores e tipo de instrumento financeiro. Um negócio com vários investidores também pode trazer tensões (Battilana et al., 2012; Mogapi, Sutherland, & Wilson-Prangley, 2019; Viviani & Maurel, 2019).

No Quadro 5 pode-se observar os conflitos e as tensões mapeados por outros autores no relacionamento entre investidores e os negócios sociais.

Quadro 5 – Conflitos e Tensões enfrentados pelos negócios sociais no relacionamento com os investidores mapeadas por diferentes autores

Captação de recursos: dificuldade de quantificar a relação risco-retorno e alinhamento com os investidores em relação aos ganhos financeiros; resistência de investidores comerciais em apoiar negócios aparentemente menos rentáveis, e por outro lado filantropos céticos sobre como ter um propósito social em uma organização que tem fins lucrativos.	Battilana et al. (2012); Battilana (2018)
Desempenho: desafio de definir o que significa sucesso considerando os objetivos sociais e financeiros.	Smith, Gonin e Besharov (2013)
Gestão de stakeholders: desafio do negócio social gerir diferentes <i>stakeholders</i> , inclusive investidores.	
Crescimento/Escala: a sobreposição de múltiplos objetivos (escala, crescimento, estabilidade) em diferentes horizontes de tempo, curto versus longo prazo	
Impacto: A mensuração do impacto social ainda é difusa e de difícil mensuração. Há grande subjetividade e muitas vezes definido a depender do investidor e do investimento.	Höchstädtere Scheck (2015); Viviani e Maurel (2019); Agrawal e Hockert (2019)
Uso legítimo dos lucros: o desafio é reinvestir nos próprios negócios ou fazer a distribuição de dividendos.	Pachee Santos (2013)

Fonte: elaborado pela Autora.

A depender da fase do negócio, os mecanismos financeiros podem entrar de diferentes maneiras e podem gerar diferentes tipos de tensões e dilemas. Na fase de protótipos e pilotos, financiam-se ideias e projetos emergentes com capital de filantropia e de investimentos e menos suscetível a tensões. Na fase de sustentação, pode-se usar capital de curto e longo prazo, podendo ter capital público e privado, e nessa fase fica mais evidente o dilema sobre como tomar decisões considerando os objetivos financeiros e os impactos sociais: as inovações, por exemplo, podem ser compartilhadas e abertas, ou não, impactando diretamente na competitividade da empresa com outros concorrentes. Na fase da escala e difusão, as tensões podem vir pois o modelo de negócios diverge dos modelos sociais, um negócio vai

escalar por meio licenças, franquias *ouroyaltees*, por exemplo; e no modelo social busca-se a difusão da inovação social, ao invés de deixar exclusivono mundo privado (Murray, Caulier-Grice, & Mulgan, 2010).

O capital financeiro, nas diferentes fases de um empreendimento, tradicional ou social, é crucial; e o relacionamento entre investidores e gestores já nasce com conflitos inerentes, pois é esperado que uma parte (gestor – agente) atue considerando os interesses da outra parte (investidor – principal). Como já mencionado anteriormente, o relacionamento entre investidores e gestores já foi estudado pela Teoria da Agência, mas os investimentos de impacto acabam ganhando novos contornos pois buscam simultaneamente o retorno financeiro e o impacto social (Viviani & Maurel, 2019). Sob a luz da Teoria da Agência, precisamos investigar as tensões enfrentadas pelo gestor e o investidor, como o principal verifica a performance do agente e como as preferências e atitudes estão alinhadas a depender dos riscos (Eisenhardt, 1989).

Por um lado, a literatura coloca que o valor do *shareholder* continua sendo muito relevante e objetivos múltiplos sempre trazem tensões (Jensen, 2010) e, ao incluir novas variáveis de análise (financeiras e não financeiras), se busca maximizar o bem-estar do *shareholder* com perspectivas de mais longo prazo (Hart & Zingales, 2017). Por outro lado, os negócios sociais e os investimentos de impacto trazem em sua essência ter o desempenho financeiro e impacto social, assim as tensões podem ser mitigadas em função desse alinhamento. Cabe-nos assim investigar como a relação principal e agente acontece na prática.

A Teoria da agência apresenta como os modelos de governança, incentivos, monitoramento e informações disponibilizadas promovem o alinhamento entre principal e agente. Na literatura de negócios sociais e investimentos de impacto também foram encontrados potenciais mecanismos para as tensões entre investidores-gestores: *due diligence* pré investimento, mecanismos de governança corporativa, *accountability* da missão social, ações de comunicação e engajamento contínuo. E se faz necessário analisar como os mecanismos são colocados em prática (Eisenhardt, 1989; Galera & Borzaga, 2009; Bacq, Janssen, & Kickul, 2011; Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014; Agrawal & Hockerts, 2019). Por fim, a governança pode ser determinante para equilibrar as diferentes lógicas, sociais e comerciais, presentes nesse tipo de organização, garantindo inclusive sua legitimidade. A governança de um negócio social tem que ser desenhada considerando sua missão social. O seu papel é garantir a lógica dominante do negócio e assegurar suporte para *stakeholders* específicos, que também terão dificuldades de equilibrar os múltiplos objetivos da empresa Mair, Mayer e Lutz (2015).

2.4 RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO

Como forma de sumarizar e contribuir com uma visão ampla sobre o referencial teórico, foi elaborado o Quadro 6 com as principais referências teóricas que foram chave para o modelo conceitual e elaboração dos roteiros de coleta de dados primários e secundários, assim como as perguntas das entrevistas e a posterior análise de dados.

Quadro 6 - Resumo das referências teóricas

Tema	Subtema	Referências
Negócios Sociais	Histórico e conceitos	MaireMarti (2006); Galera eBorzaga (2009); Yunus, Moingeon e Lehmann-Ortega (2010); Wilson e Post (2013); Battilana et al. (2012); DefournyeNyssens (2012); Barki et al. (2013); Comini(2016); Spiethet al. (2019); Aliança de Negócios de Impacto (2019); Barki, RodrigueseComini (2020)
	Dualidade de objetivos dos negócios sociais e suas tensões	Lewis (2000); Smith e Lewis (2011); Battilana et al., (2012); Dees (2012); Smith, Gonin e Besharov(2013); Pachee Santos (2013); Ebrahim, Battilana e Mair(2014); Battillanae Lee (2014); Battilana et al.(2015); Battilana (2018); Agrawak e Hockerts (2019); Walchhütter Izuka (2019)
Investimentos de Impacto	Histórico, conceitos e tipos de mecanismos financeiros	Bugg-Levine e Emerson (2011); Bugg-Levine, Kogut e Kulatilaka(2012); Addis, McLeod e Raine (2013); Höchstädttere Scheck (2015); Ormiston et al. (2015); Akbulaev, Aliyev e Ahmadov (2019); Agrawal eHockerts (2019)
	Perfis e tipos de investidores e a mensuração de impacto	FreireicheKfulton (2009); Khandker, Koolwal e Samad (2009); Funnell e Rogers (2011); Barki et al. (2013); Rogers (2014); Ormiston et al. (2015); Reeder et al. (2015); Höchstädttere Scheck (2015); Battilana (2018); Reisman, Olazabale Hoffman (2018); Viviani eMaurel (2019)
Conflitos de agência	Histórico e conceitos	Jensen eMeckling (1979); Smith e Warner (1979); Famae Jensen (1983); Freeman (1984); Eisenhardt (1989); Berlee Means (1991); Blair (1996); Hawley e Williams (2005); Sullivan (2015); Linder e Foss (2015); Jayashankar, Ashtae Rasmussen (2015); Bendickson et al.(2016); Hart e Zingales (2017)
	Teoria da agência aplicada nos investimentos de impacto	Hawley e Williams (2005); Freireiche Fulton (2009); Bacq, Janssen eKickul (2011); Battilana et al. (2012); Pache e Santos (2013); Ebrahim, Battilana e Mair(2014); Ormiston et al. (2015); Linder e Foss (2015); Bendicksonet al. (2016); Viviani eMaurel (2019); Mogapi, Sutherland e Wilson-Pranglely (2019); AgrawakeHockerts (2019)
	A relação dos investidores com os gestores	Murray, Caulier-Grice e Mulgan(2010); Battilana et al. (2012); Smith, Gonin eBesharov (2013); Pachee Santos (2013); Höchstädttere Scheck (2015);Mair, Mayer e Lutz (2015); Battilana (2018); Mogapi, Sutherland e Wilson-Pranglely (2019); Viviani eMaurel (2019)

Fonte: elaborado pela Autora.

3 MÉTODO DE PESQUISA

3.1 TIPO DE PESQUISA

Esta pesquisa tem uma abordagem qualitativa que permite explorar o problema na medida que precisamos de uma compreensão dos indivíduos, no caso os investidores e gestores de negócios sociais, e de seu contexto (Creswell, 2014).

A pesquisa qualitativa é uma atividade situada que localiza o observador no mundo. A pesquisa qualitativa consiste em um conjunto de práticas materiais interpretativas que tornam o mundo visível ... Isso significa que os pesquisadores qualitativos estudam coisas dentro dos seus contextos naturais, tentando entender, ou interpretar, os fenômenos em termos dos significados que as pessoas lhes atribuem. (Denzin & Lincoln, 2011, p.3)

A abordagem escolhida ajuda a elucidar o particular e o específico, e contribuir a construir pontes entre a teoria e o fenômeno, no caso teoria da agência e as tensões entre investidores de impacto e gestores das empresas investidas.

Esta metodologia também é recomendada para tópicos nascentes e com pouca teoria anterior, como é o caso dos investimentos de impacto (Creswell, 2014; Höchstädter & Scheck, 2015). O estudo de caso nos ajuda a responder o “como” do problema de pesquisa e foram usadas proposições teóricas anteriores para fazer a coleta e a análise de dados (Yin, 1994).

A pesquisa qualitativa começou com pressupostos e o uso de estruturas teóricas considerando os constructos escolhidos: dualidade de objetivos dos negócios sociais e investidores, e as derivadas tensões entre ambos. Posteriormente a pesquisa empírica buscou interpretar os significados que os indivíduos atribuem considerando a pergunta de pesquisa, trazendo visões e perspectivas diferentes (Creswell, 2014). A estratégia foi organizar e interpretar em profundidade informações que são difíceis de mensurar. Se partiu de uma análise indutiva, gerando insights e buscando estabelecer padrões e temas. Foram estabelecidos um protocolo para o estudo de casos e um roteiro para coleta de dados e a entrevista, mas o processo não foi totalmente rígido, já que houve ajustes na medida que se entrou em campo (Creswell, 2014).

3.2 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

A estratégia desta pesquisa é um estudo de casos múltiplos, para explorar questões do tipo “como”, contribuindo com o conhecimento que temos dos fenômenos individuais e organizacionais. Foi investigado o “como” do relacionamento entre investidores de impacto e gestores dos negócios sociais e as tensões derivadas da dualidade de objetivos. Os estudos de caso se beneficiam de proposições teóricas anteriores para fazer a coleta e a análise de dados (Yin, 1994). Espera-se contribuir na geração de teoria e entender as diferentes dinâmicas ligadas ao ecossistema de investimentos de impacto, considerando os investidores de impacto com diferentes perfis (Eisenhardt, 1989).

Como os estudos de caso não exigem controle sobre eventos comportamentais e focaliza em acontecimentos contemporâneos, que é o caso dos investimentos de impacto, foram usadas diferentes técnicas de coleta de dados, baseando-se em várias fontes de evidências e buscando a convergência em um formato de triângulo (Yin, 1994). Uma descoberta ou uma conclusão considerou-se como mais convincente na medida que foi baseada em diferentes fontes de informação. Além disso, a triangulação também ajudou no constructo de validade (Yin, 1994).

Os estudos de caso investigam fenômenos contemporâneos dentro do seu conceito de vida real, assim como o investimento de impacto, sendo que as fronteiras entre o fenômeno e o contexto são nebulosas. Ou seja, o contexto de investimentos brasileiro acaba sendo altamente pertinente para o fenômeno em estudo (Yin, 1994).

Esta pesquisa traz proposições teóricas como ponto de partida e limites mais delimitados; enquanto as pesquisas interpretativistas incorporam as construções sociais e significados compartilhados e não predefinem variáveis dependentes e independentes. Assim, espera-se que os resultados expliquem o fenômeno do estudo e que possam ser generalizados para outros contextos similares, na medida que podem ser replicados ou reproduzidos. O protocolo dos estudos de caso devem guiar a análise dos dados primários e secundários com as perguntas da investigação bem claras (Appleton, 2002; Pozzebon & Petrini, 2013).

3.3 MODELO CONCEITUAL

Os negócios sociais e os investidores de impacto têm que gerir uma série de tensões em função de sua dualidade de objetivos. As mesmas já são exploradas em alguns estudos acadêmicos, mas ainda falta um aprofundamento nas tensões e conflitos entre: investidores (principal) e gestores (agente); e como se dá o relacionamento, controle e monitoramento entre ambos. Na Figura 1 é possível visualizar o modelo conceitual no qual esta pesquisa se baseia, em que estão representados o objeto de pesquisa, os constructos e as variáveis da análise. Por um lado, temos o gestor do negócio social (agente) e de outro o investidor de impacto (principal). A dualidade de objetivos de ambos gera tensões que, por sua vez, geram potenciais conflitos de agência, e que também podem ser influenciados conforme o tipo de mecanismo financeiro, perfil e tipo do investidor.

Figura 1 - Modelo Conceitual



Fonte: elaborado pela Autora.

Assim, esta pesquisa pretendeu responder como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais e seu objetivo geral foi analisar como ocorrem as tensões e os conflitos na relação investidor-gestor em negócios sociais brasileiros. Foram identificadas as características das tensões e conflitos entre o principal-agente; o quanto estão relacionadas ao tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor; e, por fim, os mecanismos de controle e monitoramento da relação entre investidor e gestor.

As proposições teóricas foram o ponto de partida para a coleta e análise de dados documentais e formulação do roteiro da coleta de dados primários e secundários. Para analisar como a dualidade de objetivos traz tensões para a relação investidor de impacto e gestor de negócios sociais, foi importante entender o alinhamento (ou não) entre ambos. Para tal, o ponto de partida foram as quatro dimensões apontadas por Smith, Gonin e Besharov (2013): desempenho, organizacional, pertencimento e aprendizado; e as mesmas ajudaram a avaliar o alinhamento entre investidores, a identificar as maiores divergências e as características das tensões. Os achados foram também comparados com as classificações existentes de outros autores sobre as tensões dos negócios sociais.

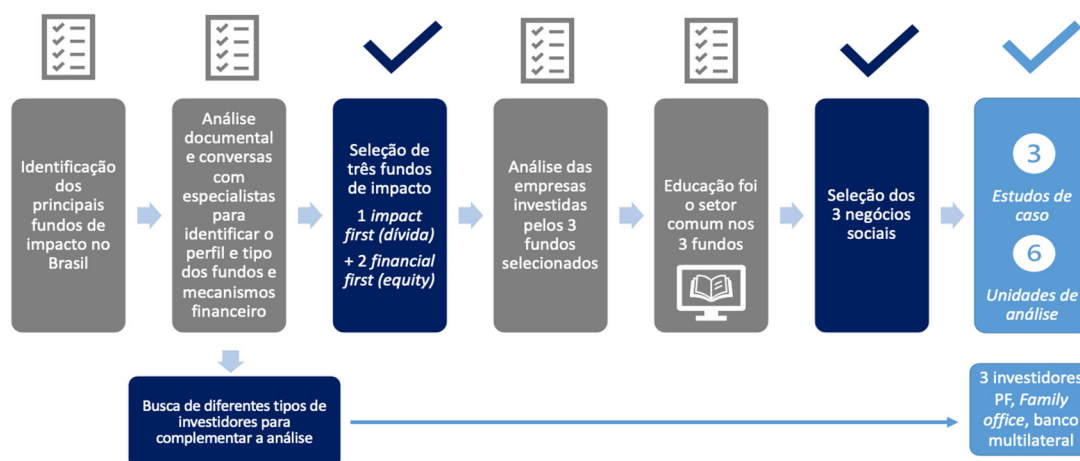
Os casos escolhidos ajudaram a identificar as características das tensões entre o principal e o agente se as diferenças conforme o tipo de mecanismo financeiro e perfil do investidor. Foram identificados também os mecanismos de relacionamento, monitoramento e controle, conceituados pela Teoria da Agência e por estudos recentes sobre organizações híbridas como os negócios sociais e investimentos de impacto.

3.4 SELEÇÃO DE CASOS

Os casos foram selecionados a partir de uma análise de materiais prévios e consultas a especialistas de forma a identificar investidores mais relevantes no contexto brasileiro, ou seja, que já estejam investindo em negócios sociais há pelo menos três anos e com uma certa recorrência.

Na Figura 2 é possível visualizar o processo para a seleção de casos.

Figura 2 - Processo para a Seleção de Casos



Para os fundos de investimento de impacto, além das conversas com especialistas, também foram considerados o mapeamento da Aliança de Finanças Sociais e os *Public Deals* da publicação Inside Impacto (2020). No Quadro 7 é possível visualizar a lista dos principais fundos de impacto no Brasil e suas características que serviram como base para a seleção dos casos que foram estudados.

Quadro 7 - Principais fundos de investimentos de impacto no Brasil e casos selecionados

Nome	Tipo de mecanismo financeiro	Operando desde	Conselho e Diretoria	Publica Relatório	Certificações e Mensuração de impacto	TIR bruta / Estimativa de rendimento realizado ou esperado
Kaetes Investimentos	FIP e FDIC	2011	sim	não	Empresa B, GIIRS, método próprio	110% CDI
MOV Investimentos	FIP	2012	sim	sim	Empresa B, GIIRS, IMP, método próprio	20,40%
VOX Capital	FIP (maior parte) e FDIC	2012	sim	sim	Empresa B, GIIRS, IMP, método próprio	IPCA +6% // 18,2% a.a.*
Yunus Social Business**	FIDC e plataf. Empr. Coletivo	2013	sim	não	método próprio	IPCA
Bemtevi investimento social**	FIDC	2015	sim	não	Empresa B, método próprio	105% CDI
Din4amo	Financiamento Direto e Crowdfunding	2016	sim	não	Empresa B, método próprio	ND
Rise Ventures	Fundo Venture Capital	2016	ND	sim	Empresa B	ND
KVIV Ventures	FIP	2017	ND	não	ND	20% a.a.
Sitawi	Empréstimo direto e coletivo	2018	sim	sim	Empresa B	taxa de juros de 1% a.m.
Positive Ventures	FIP	2019	sim	sim	Empresa B, IMP	ND
SynthaseImpact Ventures	SCP	2019	ND	não	ND	ND
Wright Impacto Social FI	Multimercado	ND	sim	sim (último 2018)	Empresa B	+CDI

Fonte: elaborado pela autora com diversas fontes \ (sites dos Fundos, Aliança de Finanças Sociais, ANDE, Inside Impacto, tese doutorado de Albuquerque, Eduardo Vasconcelos de (2019)

* números encontrados em fontes diferentes

** declaram-se *ImpactFirst*

ND: Não disponível ou não encontrado

A partir da primeira análise documental e conversa com especialistas buscou-se identificar o perfil dos fundos e foram encontrados dois que, explicitamente, se posicionam como *impact first*: Bemtevi Investimentos e Yunus Social Business. Entretanto foi difícil identificar fundos que se posicionam como *financial first*. Nesse contexto foi feita uma análise mais aprofundada para identificar os que apresentavam características que demonstravam a maior probabilidade de serem *financial first*, entre essas, aqueles com estimativas de rendimentos na média ou acima do mercado. Buscou-se também identificar aqueles com diferentes *frameworks* para mensuração de seu impacto, com publicação de um Relatório de resultados, com Conselho e/ou diretoria e com funcionamentomais de três anos. Nesse sentido, foram selecionados dois fundos: MOVInvestimentos e VOX Capital. Ambos os fundos usam a metodologia do Impact Managment Project (IMP) e não selecionam o item de “capital flexível” como forma de atuação, reforçando a hipótese de serem *financial first*.

Para os quatro potenciais casos identificados, observou-se que os dois *impact first* operavam com modelo de emissão de dívidas, e não por meio de participação acionária, o que limita a influência do fundo junto as empresas investidas. Sendo assim, a Yunus Social Businessfoi selecionada como forma de representar investidores *impact first* e de trazer uma análise sobre os conflitos de agências na perspectiva de *debtholder*. Por outro lado, a MOV Investimentos e a VOX Capital foram mantidas, pois ao avaliar o perfil das empresas investidas, foi possível observar que havia diferenças que mereciam ser exploradas.

Após a escolha dos fundos de investimentos de impacto, avaliou-se as empresas investidas e optou-se por selecionar um setor que fosse comum para os três fundos: Educação. Sendo assim, foram selecionados 3 Negócios Sociais que atuam no ramo da educação, que serão identificadas como Negócio 1, Negócio 2 e Negócio 3. Além disso, foi possível identificar que o negócio 1 e 3 têm receitas provenientes de seus serviços e o negócio 2 têm receitas de seus serviços, mas complementado por meio de doações e parcerias.

A Figura 3 resume ostrês estudos de caso selecionados com seis unidades de análises ao todo.

Figura 3 - Matriz de casos e suas unidades de análise



Fonte: elaborado pela Autora.

Para a seleção final dos casos foi feito um caso piloto para refinar os planos de coleta de dados. A entrevista piloto foi feita com um dos fundos selecionados, sendo que uma outra entrevista complementar foi feita posteriormente com outra pessoa da mesma organização. O piloto foi mais abrangente e ajudou a refinar o roteiro, mas também que tipo de unidades de análise deveriam ser selecionadas (Yin, 1994).

Por último, buscou-se identificar investidores adicionais envolvidos nos fundos e negócios acima, buscando cobrir diferentes tipos de investidores: pessoa física, familyoffice e banco multilateral, e explorando também a relação investidores-gestores de fundos. Foram entrevistados uma Pessoa física que investe na VOX Capital e no Negócio Social 1, um Family Office, gestoras patrimônio de famílias de alta renda, que investe nos três fundos estudados, e um Banco Multilateral que investe na VOXCapital. O conflito de agência a ser explorado será entre o gestor do fundo e do negócio social, e também investidores dos fundos e gestores dos fundos, buscando também diferenças e similaridades.

Por fim, dentro de cada estudo de caso, foi avaliado o alinhamento entre ambos, quais são os pontos de divergência e as características das tensões. Assim, espera-se que, a partir dos estudos de caso, seja possível identificar resultados semelhantes ou contrários.

3.5 COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi feita pela análise documental e entrevistas semi-estruturadas, sendo que esta última foi ponto de partida para posteriormente fazer as triangulações de dados para a validação de evidências (Eisenhardt, 1989; Yin, 1994; Creswell, 2014).

Primeiramente foram avaliadas as seguintes fontes com dados secundários: Relatórios, Site, notícias na mídia, artigos acadêmicos, regulamento dos fundos. Cada documento foi avaliado individualmente tendo um dossiê para cada unidade de análise. A partir da primeira apuração documental, o roteiro da entrevista foi refinado com perguntas mais contextualizadas.

Posteriormente, foram realizadas as entrevistas semi-estruturadas por vídeo conferência. Para o refinamento das perguntas e dos procedimentos realizou-se um teste piloto (Sampson, 2004). Durante a entrevista foram captadas as falas por meio de uma escuta ativa, gravações e anotações, mas os entrevistados também foram observados buscando identificar inconsistências ou insights (Seidman, 2006). As entrevistas foram gravadas e transcritas para facilitar a avaliação de conteúdo e toda documentação foi arquivada e disponibilizada para garantir o lastro de toda a informação gerada pela pesquisa (Kvale & Brinkmann, 2009).

As entrevistas foram fonte de dados primários. Foram realizadas nove entrevistas, seis com investidores e três com gestores de negócios sociais. Estas ocupam um papel importante nos estudos de caso e seu propósito foi entender a experiência do indivíduo entrevistado e o significado de sua experiência com o negócio social e o investimento de impacto. Foi possível acessar o contexto do comportamento da pessoa e assim entender o significado desse comportamento. A entrevista deu a oportunidade de entender o comportamento no contexto e assim entender suas ações (Seidman, 2006).

Os roteiros para a coleta de dados (análise documental e entrevistas), assim como as perguntas para as entrevistas estão apresentados nos Apêndices 03 e 04.

3.6 ANÁLISE DE DADOS

“A análise de conteúdo envolve organização dos dados, realização de uma leitura preliminar da base de dados, a codificação e, organização dos temas, a representação dos dados e a formulação de uma interpretação deles.” (Creswell, 2014, p. 141)

A análise de dados foi feita a partir da análise de conteúdo seguindo os passos a seguir (Creswell, 2014):

1. Organização dos dados e da informação, inclusive para a disponibilização após a pesquisa;
2. Leitura das transcrições na íntegra, fazendo anotações ou lembretes ao lado, identificando assim as tensões e conflitos iniciais, inclusive considerando aquelas encontradas na análise da bibliografia existente;
3. Descrição detalhada de cada caso para posteriormente começar o processo de codificação. O processo de codificação foi feito usando o software Atlas.Ti. O uso de softwares para a codificação vem sendo cada vez mais comum para facilitar a indexação, a verificação e consistência dos dados e busca de semelhanças ou diferenças. O ponto de partida da codificação foram as tensões inicialmente identificadas no referencial teórico, mas posteriormente expandiu-se, identificando outros conflitos não mapeados, assim como os mecanismos de governança, formas de alinhamento entre investidor e gestor, objetivos dos negócios, objetivos do investidor e significado de impacto. Ao longo da codificação e interpretação dos dados foi possível voltar nos códigos mapeados e os trechos identificados para avaliar a consistência dos mesmos, especialmente avaliando se num mesmo código estavam passagens suficientemente semelhantes e confirmando se não havia outros trechos que deveriam ser incorporados (Nunes et al., 2017);
4. Na interpretação dos dados buscou-se abstrair além dos códigos e temas e identificar impressões, insights. Para a interpretação, foi feita a leitura de cada respondente comparando as visões; as análises também foram complementadas pelas redes criadas no Atlas.Ti. Foram criadas redes para cada estudo de caso, dividindo-se pelas tensões e mecanismos de governança; e redes comparando investidores. Avaliaram-se os itens que mais apareceram e/ou a força de cada item, identificando similaridades e diferenças. A análise não foi linear e sim mais parecida com uma espiral que foi sendo realizada aos poucos com uma retroalimentação;
5. Síntese final com a representação e visualização dos dados foi incorporada na descrição dos casos.

As características das tensões e conflitos tiveram como ponto de partida o que foi encontrado da literatura e foram agregadas outras tensões identificadas nas fontes de dados primárias e secundárias. As mesmas foram correlacionadas com o tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor. Por outro lado, foram categorizados os mecanismos

utilizados para buscar o alinhamento entre investidor e gestor. Dentro dos mecanismos identificados buscou-se entender significados relevantes para o problema de pesquisa; e estabelecer padrões e correspondências entre as mesmas. Durante a interpretação de dados foram criados diferentes níveis de categorias para deixar emergir novos mecanismos e insights que explicassem o fenômeno estudado. Buscou-se ainda agrupar as mesmas ou, ainda, destacar conceitos nascentes que não foram devidamente esclarecidos na literatura. As categorias, os agrupamentos e as dimensões agregadas finais são apresentados no capítulo de Resultados na página 111, Figura 23, no tópico 5.3 - Mecanismos de monitoramento e controle, conforme Gioia, Corley Hamilton (2013).

A coleta, a análise e a redação não foram processos distintos e sim correlacionados e aconteceram simultaneamente. Para a descrição de cada caso apresentou-se dados cronológicos e, posteriormente, o detalhamento sobre as potenciais tensões, conflitos e os mecanismos de alinhamento entre principal e agente (Creswell, 2014).

A triangulação de dados e a análise de conteúdo ajudou a identificar as características das tensões. Além disso, se avaliaram-se as similaridades ou diferenças e como mecanismos são utilizados considerando as tensões mapeadas anteriormente para cada caso. Os achados também foram comparados com outras referências teóricas que também identificaram as tensões dos negócios sociais.

Os estudos de caso têm o desafio da validade e da confiabilidade, assim, para este projeto, usou-se a definição de validação de Creswell (2014) em que esta é uma tentativa de avaliar a acurácia dos achados buscando entender a precisão do estudo. Por ser uma pesquisa positivista também se consideraram a validade interna, validade externa, validade dos constructos e confiabilidade (Golafshani, 2003; Riege, 2003; Yin, 2005; Symon, Cassell, & Johnson, 2018).

A escolha cuidadosa dos casos para que fossem representativos foi uma parte importante da pesquisa, avaliando o espectro maior de fundos de investimentos existentes no Brasil, selecionando negócios sociais do setor de educação e buscando a complementariedade dos casos com diferentes tipos de investidores. O setor de educação foi selecionado pois foi o ramo comum aos três fundos selecionados, tem grande relevância para o Brasil e faz parte dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU. O ODS 4 fala da importância de assegurar a educação inclusiva e equitativa e de qualidade, e promover oportunidades de aprendizagem ao longo da vida para todos. O Brasil tem suas metas específicas, entre elas, até 2030, aumentar substancialmente o número de jovens e adultos que tenham as competências necessárias, sobretudo técnicas e profissionais, para o emprego, trabalho decente e

empreendedorismo. Tais objetivos estão contemplados nos três negócios selecionados para esta pesquisa.

Além disso, a validade foi realizada durante o tempo em campo, o detalhamento, a densidade da descrição. O referencial teórico contribuiu com a validade dos achados e foram adotadas duas estratégias: a descrição mais rica e densa dos casos e o uso da Triangulação com múltiplas e diferentes fontes, colocando a entrevista como eixo principal e os outros materiais como evidências cruzadas. As evidências de diferentes fontes contribuíram para explorar o tema do projeto e cada aspecto da pesquisa com diferentes fontes de dados, triangulando assim a informação e a validade dos achados (Creswell, 2014). Após as entrevistas e o início da interpretação de dados, foram feitas novas pesquisas para complementar e/ou contrapor a informação coletada. Por exemplo, os regulamentos dos fundos, que seguem um padrão de informação dado pelo regulador financeiro, foram adicionados posteriormente e foram comparados entre os casos e com os dados coletados pelas fontes primárias e secundárias. Foi uma oportunidade para revisitar novamente a literatura levantada e cruzar as evidências. Assim, foi possível identificar algumas tensões que não estavam tão claras num primeiro momento e reafirmar aquelas já encontradas, como por exemplo a análise ASG e a remuneração dos fundos.

A confiabilidade foi dada pelo detalhamento das notas em campos, gravação e transcrição das entrevistas, e para avaliação foi usado o *checklist* de Creswell (2014). Para manter a “mensuração estável”, as entrevistas foram adaptadas, mas seguindo o mesmo guia de perguntas, além disso fontes de dados secundários que utilizassem o mesmo padrão, como o regulamento e formulários referência dos fundos, tiveram mais peso nas análises (Golafshani, 2003).

3.7 PROTOCOLO PARA O ESTUDO DE CASOS

Sintetizar os passos para o estudo de casos ajudaram a melhorar o rigor metodológico (Freitas & Jabbour, 2011). Além disso, o uso do protocolo foi fundamental para garantir a confiabilidade da pesquisa e orientar a coleta de dados (Yin, 1994). O protocolo elaborado pode-se encontrar no Apêndice 01 e contém procedimentos e as regras gerais para a coleta, servindo como um *checklist* (Voss, Tsikriktsis, & Frohlich, 2002). Primeiro selecionaram-se os casos que seriam estudados, posteriormente foram identificados quem seriam as melhores pessoas a serem entrevistadas, buscando senioridade e experiência. Todos os entrevistados ocupam cargos de liderança ou são CEO da empresa. Os mesmos foram

previamente contactados e receberam uma carta falando da pesquisa e solicitando a autorização ou não da divulgação do nome da pessoa e/ou da instituição. As entrevistas foram feitas virtualmente, gravadas e transcritas. As entrevistas e os documentos chaves foram incluídos no software Atlas.Ti pra melhor análise e interpretação dos dados. A interpretação dos dados também seguiu um protocolo, que foi anteriormente descrito (Freitas &Jabbour, 2011).

3.8 MATRIZ DE AMARRAÇÃO

A matriz de amarração foi desenhada ao longo do desenvolvimento deste projeto de pesquisa e ajudou a avaliar a consistência e coerência entre o problema de pesquisa, objetivos gerais e específicos, as referências teóricas, o método, assim como a coleta de dados e a análise de conteúdo. A matriz de amarração também deve proporcionar ao leitor um melhor entendimento e visão geral do projeto de pesquisa. A mesma foi elaborada considerando as referências de Mazzon (1981) e Telles (2001).

Quadro 8 - Matriz de Amarração

PROBLEMA DE PESQUISA	OBJETIVO GERAL	OBJETIVOS ESPECIFICOS	REFERENCIAL TEÓRICO		MÉTODO DE PESQUISA	MÉTODO DE COLETA DE DADOS	EVIDÊNCIAS ANÁLISE DOCUMENTAL /ENTREVISTAS	TÉCNICA DE ANÁLISE	
Como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?	Analisar como ocorrem as tensões e os conflitos na relação investidor-gestor em negócios sociais brasileiros.	Identificar a características das tensões e conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agentes) enfrentam em função da dualidade de objetivos	Battilana et al. (2012), Smith et al.(2013),Pachee Santos (2013),Battilana, J. (2018),Agrawale Hockerts (2019)		3 estudos de casos com 6 unidades de análise (investidor + negócio social) considerando tipo, perfil de investidores e tipo de mecanismos financeiro.	Entrevistas semiestruturadas e análise documental (Relatórios, sites, regulamentos dos fundos, notícias na mídia, artigos acadêmicos)	Identificar tensões e conflitos relatados pelos investidores e pelas empresas investidas	Análise de conteúdo com triangulação de dados para identificar as características das tensões (análise via Atlas.Ti)	
		Identificar como as tensões e conflitos estão relacionadas ao tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor	Tipos de investidores	Ormiston et al. (2015), Instrução nº 554/14(CVM, 2014)	Investidor <i>impactfirst</i> (<i>divida</i>) + Negócio Social 1 do ramo de educação		Entrevista <i>impactfirst</i> (<i>divida</i>) + Negócio Social 1 do ramo de educação	Buscar diferenças e similaridades das tensões e conflitos conforme o tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil dos investidores.	Análise de conteúdo e triangulação de dados avaliando se há diferenças conforme o tipo, perfil e negócios com um ou mais de um investidor (análise via Atlas.Ti)
			Perfil dos Investidores	Freireich eKfulton(2009), Höchstädter e Scheck (2015),Hehenberger e Harling (2018), Viviani eMaurel (2019)	Investidor <i>financial first</i> (<i>equity</i>) + Negócio Social 2 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços e de filantropia)				
			Tipo de mecanismos financeiros	Bugg-Levine e Emerson (2011),Höchstädtere Scheck (2015),Akbulaev et al. (2019)	Investidor <i>financial first</i> (<i>equity</i>) + Negócio Social 3 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços)				
Descrever os mecanismos de controle e monitoramento da relação entre o investidor e o gestor.	Governança de negócios sociais	GaleraeBorzaga (2009),Comini et al.(2012), Wilson e Post (2013),Pache e Santos(2013), Mair et al. (2015) e Battilana et al. (2015)	Investidor <i>financial first</i> (<i>equity</i>) + Negócio Social 3 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços)	Para complementar: foram selecionados 3 tipos de investidores - pessoa física, <i>family office</i> e banco multilateral.	Identificar mecanismos de relacionamento, controle e monitoramento do investidor com o gestor considerando as tensões e conflitos mapeadas anteriormente.	Análise de conteúdo e triangulação de dados considerando mecanismos utilizados e seus objetivos e comparando com as tensões mapeadas anteriormente (análise via Atlas.Ti)			
	Mecanismos de relacionamento, monitoramento e controle entre investidor e gestor	Eisendhardt (1989),Bacq, Janssen e (2011), Viviani e Maurel (2019), Agrawal e Hockerts(2019)							

Fonte: Elaborado pela autora. Adaptação: Mazzon (1981) e Telles (2001).

4 RESULTADOS

4.1 DESCRIÇÃO DOS CASOS

Nesta seção os três casos serão detalhados. Primeiramente descrevem-se cada díade – fundo de investimento e empresa investida – e posteriormente, na seção 4.2, são descritos os outros investidores para complementar a análise do estudo de casos.

4.1.1 Caso 1: Yunus Negócios Sociais e Negócio social 1

O primeiro caso estudado é composto por duas unidades de análise: Yunus Social Business, considerado *Impact first*, e a empresa investida do setor de educação, Negócio Social 1, que tem suas receitas provenientes de seus serviços.

„Figura 4 - Yunus Negócios Sociais e Negócio social 1



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.1.1 Yunus Negócios Sociais

A Yunus Negócios Sociais chegou ao Brasil em 2013 e faz parte da rede da *Yunus Social business Global Initiatives*. A iniciativa se inspira em Muhammad Yunus que criou o *Grameen Bank*, um banco que rompeu paradigmas ao disponibilizar microcrédito a mulheres pobres cobrando juros muito mais baixos do que os praticados pelo mercado na época. *Yunus Social Business Global Initiative* foi estabelecida para promover a utilização de mecanismos

de negócios na resolução de problemas da sociedade e do planeta em outras regiões do mundo.

A Yunus Negócios Sociais tem uma área de investimentos que busca desenvolver os negócios por meio de acelerações e de investimentos, seja por meio do seu Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC Yunus)e, recentemente, por meio de uma plataforma de financiamento coletivo.

Inicialmente tiveram 8 investidores, sendo 2 institucionais, e seu portfólio contempla as seguintes empresas: Moradigna, Assobio, Instituto Muda, 4YOU2 idiomas, Redação *online*, Estante mágicae Provi, que recebem o apoio financeiro por meio de um empréstimo.

Ofecemos um crédito paciente, que vai entender o momento da empresa, eventuais necessidades de correção de rumo. . . e é um crédito que fura um pouco a bolha do mercado financeiro brasileiro, que é extremamente concentrado, taxas altíssimas, prazo curto. Então a gente (Yunus) oferece crédito de longo prazo, com taxas bastante competitivas quando comparadas ao padrão de mercado. Hoje nosso portfólio é sadio e sólido com empresas que cresceram duas, três, quatro vezes desde o primeiro empréstimo, provando que a nossa tese de que é possível (Entrevistado da Yunus Negócios sociais)⁵

Antes de oferecer o investimento, a YunusNegocios Sociais oferece um programa customizado de aceleração para cada negócio. Primeiramente há um processo de diligência que normalmente dura de 3 a 4 meses e os critérios de seleção de negócios sociais para o investimento são:

- Negócios em operação, com faturamento recorrente e fluxo de caixa próximo do break-even ou positivo;
- Urgência do problema social e potencial de impacto do negócio;
- Solidez do plano de negócio, incluindo a sua sustentabilidade financeira;
- Empreendedor ou time à frente do negócio;
- Replicabilidade, escalabilidade e potencial de ser um *game changer*.

Conforme as necessidades e contexto de cada negócio, viabilizam o atendimento nas seguintes áreas: diagnóstico de mercado, modelagem financeira, prototipagem e teste de produtos, mentoria e networking até a preparação para investimento. Contam com uma rede de mentores para apoiar os empreendedores para que possam avançar e superar gargalos na jornada, mas a tomada de decisão é sempre do empreendedor.

⁵ Entrevista realizada com Luciano Gurgel da empresa Yunus Negócios sociais, localizada em São Paulo por videoconferência (Teams/Microsoft) no dia 28/01/2021.

Os investidores vêm por meio de capitalfilantropo e não com seus investimentos. Alguns optam por receber o valor investido nominal com correção IPCA; e outros fazem doação e optam por manter o recurso no Fundo mesmo depois do período de retorno do capital nominal investido, proporcionando um reinvestimento do valor no portfólio para novos projetos.

O FIDC Yunus oferece aos investidores taxas de juros atrativas, porém abaixo do valor de mercado, ticket médio que varia entre R\$ 200 mil e R\$ 3 milhões, e atua por meio de capital paciente, ou seja, com prazo de 4 a 6 anos, incluindo período de carência de principal, caracterizando o fundo como *impactfirst*.

Os investidores que colocam o dinheiro no fundo vêm com uma cabeça paciente ..., ou seja, a gente não compete com investimentos tradicionais. O nosso (fundo) é o que a gente chama de *impactfirst*, ou seja, privilegia a questão do impacto. O bolso que a gente endereça é o bolso da filantropia. Eu digo para o investidor: melhore a efetividade do seu bolso da filantropia. A gente quer conjugar o melhor desses dois mundos (filantropia e investimentos), ou seja, ter uma mentalidade de apoio financeiro. . . , ter o chip da paciência, entender o percurso do empreendedor, mas o impacto entra na frente de qualquer premissa. Nosso fundo paga a inflação, preserva capital com risco de crédito, então é um bolso de filantropia que é menor se comparamos com o bolso de investimentos. Não é um dinheiro em que o investidor colocou olhando retorno, então o grande prazer do investidor é saber que o impacto está sendo multiplicado em comparação se esse dinheiro tivesse sido doado. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2021)

Por ser um fundo que utiliza o mecanismo de dívida, há diferenças se fosse um mecanismo de participação acionária. Em outras palavras, o fundo não é acionista das empresas e tem um poder limitado sobre as mesmas não tem um assento no Conselho, por exemplo. A rede de mentores pode ajudar a dissolver eventuais gargalos, mas em última instância a Yunus tem apenas o papel de credor (*debtholder*) e não apresenta conflito de interesses conforme o entrevistado.

A gente se resguarda em um papel de observador e de eventual apoiador em algumas situações, mas sem entrar no mérito da gestão da empresa. Poderia ter conflito de interesses, mas nós somos credores e ponto. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2020)

A Yunus Negócios Sociais acompanha indicadores financeiros tradicionais como evolução da receita, *pipeline*, custos, geração de caixa e lucro, entretanto o sucesso não é medido pelo retorno financeiro a acionistas, já que não há distribuição de dividendos, e sim pelo impacto positivo causado na vida das pessoas aliado à sustentabilidade financeira da empresa, os quais se multiplicam conforme o negócio cresce. O impacto está a frente de qualquer premissa, entretanto o acompanhamento do impacto se dá apenas pelos *outputs* dos negócios.

O ideal seria que a gente conseguisse mensurar de fato uma *teoria da mudança*, o quanto aquela pessoa está sendo impactada por aquele produto ou serviço e se sua condição de vida mudou, mas a gente ainda não está aí. A gente mede os *outputs* do negócio: quantas pessoas foram beneficiadas por aquele determinado serviço ou produto e a gente infere que aquilo vai ter uma transformação na vida da pessoa que está sendo impactada. A mensuração de impacto é importantíssima, só que ela só existe quando o negócio existir. Se você for tirar energia, força física e tempo de trabalho do empreendedor no negócio para colocar na mensuração, muitas vezes você perde essa noção de que o negócio precisa existir para que ele possa ser medido lá na frente. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2021).

Durante a entrevista foi relatado que a tensão está mais ligada a sustentabilidade financeira do negócio, seu crescimento e formas de escalar. Uma das justificativas dadas foi que os negócios escolhidos têm no seu centro o impacto socioambiental e que as empresas apoiadas não podem distribuir dividendos, não incentivando o crescimento da empresa sem considerar o beneficiário final.

O impacto social não é uma lateralidade que poderia ensejar esse tipo de tensão, ele está na própria razão de existir da empresa, então os gargalos e as tensões que podem existir são: como eu faço para crescer a minha receita, como eu faço para diminuir a minha estrutura de custo, como eu faço para ter uma estrutura de marketing melhor desenvolvida, como eu faço para melhorar o meu time, todas essas são tensões normais na condução de qualquer startup, mas o impacto está embarcado nessas dúvidas existenciais, então para a gente fica um negócio super tranquilo, o processo de tomada de decisão e de aconselhamento dessas empresas. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2021)

O nosso entendimento de negócios sociais vem do professor Yunus ... e as empresas elegíveis a serem investidas são 100% dedicadas ao problema. Quanto mais vender, melhor, então o desafio comercial está diretamente atrelado ao desafio da geração de impacto. O dilema é muito pouco frequente em nossos casos porque 100% das atividades dos negócios são diretamente relacionadas a impacto. Além disso, a gente exige que a empresa não retire dividendos, então se a empresa crescer 500 vezes ou cinco vezes, o ganho de capital dele é o mesmo... então no nosso caso esse dilema não existe, ele sempre vai tender a servir a população que vai gerar mais impacto social dentro do negócio dele. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2021)

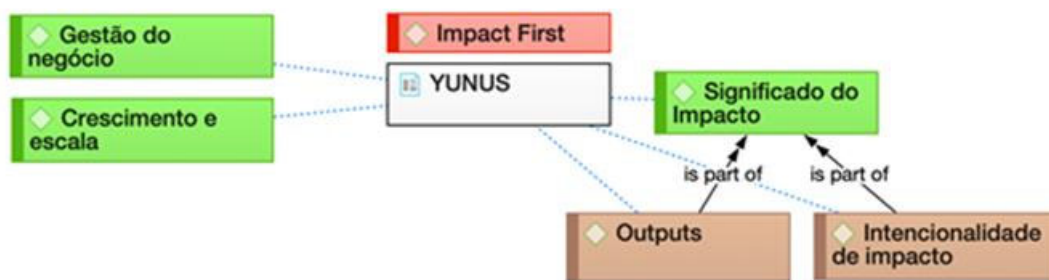
A Yunus promove a aproximação entre os investidores e os negócios investidos por meio de fóruns de acompanhamento e relatórios trimestrais (financeiro e impacto).

Existem fóruns de acompanhamento e encontros entre investidores e empreendedores, inclusive os investidores geram *leads* para os empreendedores gerando um ciclo virtuoso na convivência entre investidores, a Yunus e os empreendedores. (Entrevistado da Yunus Negócios sociais, 2021)

Em 2020, a Yunus Negócios Sociais lançou sua plataforma de empréstimos coletivos e captou mais de R\$ 1 milhão. A Yunus comemorou o resultado pois conseguiu atrair mais investidores, com diferentes perfis e com um retorno apenas de inflação, demonstrando o interesse dos investidores e que há espaço para diferentes tipos de fundos e para diferentes perfis.

Conforme representado na Figura 5, em suma, constatamos que a Yunus Negócios Sociais é de fato um investidor que pode ser classificado como *impact first*. Eles entendem de que têm poucos conflitos de interesses ou tensões em função das seguintes razões: a) colocamos impacto no centro; b) buscamos que os desempenhos social e financeiro estejam sempre interconectados; c) não distribuem e não permitem a distribuição de dividendos; d) são *debt holders* e não acionistas. As tensões e os conflitos relatados estão ligados a a) gestão do negócio; b) as formas de crescimento e escala. A Yunus Negócios Sociais tem clara sua intencionalidade de impacto, entretanto relata em sua maioria *outputs* ligados aos resultados dos negócios investidos. Dentre os dez negócios investidos e apenas um relata claramente *outcomes*. Na entrevista, no regulamento do fundo e nos materiais adicionais analisados não fica claro como o impacto é mensurado, além dos *outputs*.

Figura 5–Tensões e conflitos da Yunus Negócios Sociais



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.1.2 Negócio social 1

A empresa investida pela Yunus Negócios Sociais será denominada de Negócio Social 1 e é do ramo da educação. Seu objetivo é levar ensino de idiomas de qualidade com preços acessíveis para estudantes das classes C, D e E, com unidades próximas de sua casa e com professores internacionais.

O Negócio Social 1 começou com capital próprio. Os sócios juntaram suas economias e desenharam um modelo que precisava de um baixo investimento. O principal objetivo era saber se o negócio parava em pé e ter começado com recursos próprios foi visto como uma grande vantagem, pois não tinha a pressão dos investidores.

A gente tinha receio de pegar investimento e ter que olhar muito para a métrica financeira e não ter liberdade de ideias de fazer algo mais voltado para o social. (Entrevistado 1 – um dos sócios iniciais do Negócio Social 1, 2020).

A empresa atuou com recursos próprios por quatro anos e, posteriormente, após a fase de validação do negócio e com o lucro sendo reinvestido, os sócios começaram a buscar capital de investidores para escalar o modelo. Quando começaram a dialogar com investidores, receberam questionamentos sobre o modelo de escala, e o desafio do Negócio Social 1 era superar o mito de que só era possível escalar por meio da tecnologia. Em 2020, o Negócio Social 1 tinha 40 unidades e lançou um modelo de franquia de impacto para sua expansão, tendo o plano de chegar a mais de 100 unidades até 2022.

Não era uma questão de escala versus missão. Era mais o modelo que a gente nasceu. E a gente nasceu com o modelo presencial. Acho que tem uma ideia, não muito explícita, de que para ser escalável, você tem que usar a tecnologia. Por conta disso a gente poderia ser considerado menos escalável. A empresa seguiu por bastante tempo no modelo de expansão com unidades próprias, mas não estava no ritmo ou na velocidade que a gente queria. Então esse era o dilema: como fazer essa expansão. (Entrevistado 1 – um dos sócios iniciais do Negócio Social 1, 2020).

A gente estruturou um modelo de franquia de impacto, com uma lógica de que o impacto também está nesse franqueado, então nossa cadeia de impacto se amplia. A gente quer, também, mudar a vida dessa pessoa, e é uma forma de descentralizar o nosso processo de escala, mas garantir que a qualidade está no nosso controle, então a gente achou que estava pronto para expandir com qualidade. O modelo de franquia é um modelo validado no Brasil, e a gente estruturou isso com bastante calma, com alguns parceiros especialistas, e no ano passado lançamos o modelo e estamos abrindo escolas para caramba. Basicamente uma nova escola a cada 15 dias, em média. Então vamos inaugurar muitas escolas, no Brasil todo. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Ao longo dos anos, o Negócio Social 1 passou por acelerações e recebeu investimentos por diferentes mecanismos financeiros (*equity* e dívida), inclusive da Yunus Negócios Sociais. Os primeiros investidores foram os mentores da época da primeira aceleração e olhavam mais para as métricas sociais do que as financeiras. O "bolso" do investidor era o da filantropia, e o retorno esperado era o impacto social e satisfação pessoal.

A empresa teve diferentes aportes, sendo que quatro foram credores em condições diferenciadas, entre eles, a Yunus Negócios Sociais. E recentemente tiveram um aporte significativo de um Fundo de *equity* de *impact investing* internacional.

O crédito da Yunus Negócios Sociais não foi um valor alto, mas serviu como *bridge* (ponte) para ter caixa e conseguir recursos mais expressivos. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Atualmente, o Negócios Social 1 se posiciona como uma *startup*, seu crescimento acompanha a curva Je acompanha métricas como receita, *marketshare* e *cash burn*. Do lado do impacto social, as métricas são as seguintes: percepção de impacto (a partir de estudos feitos de tempos em tempos, satisfação do cliente (NPS entre outros), aprendizado do cliente

(avaliação antes e depois via aplicativo) e o que muda na vida das pessoas (estudos secundários), ou seja, conseguem mensurar *outcomes* e avaliam os impactos por meio de estudos secundários.

Em um determinado momento da nossa história, optamos por ir por um caminho de curva J, de tentar ganhar mercados, escalar e tal, e entrar na lógica mais classicamente “startupeira”. Então, considerando isso, as métricas são diferentes das que olhávamos cinco anos atrás. Na lógica financeira, no dia a dia, olhamos *revenue* e *cash burn*; já as métricas clássicas são vistas para ver se o *business* para em pé e se temos um modelo potencial para escalar. Do lado do impacto, vemos a percepção de impacto do usuário, o que o usuário acha que está mudando na vida dele; a satisfação do usuário com o serviço; e aprendizado, o quanto ele está de fato aprendendo — no meu caso, educação; tem uma quarta coisa, que é de fato o que essa intervenção mudou na vida dele, que aí é o que a gente chama de impacto mesmo. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

No relacionamento com investidores o *screening* pré investimento é apontado como um processo longo, entretanto crucial, pois aprofundam-se as premissas e os valores. Após o investimento ocorre o alinhamento sobre as métricas a serem monitoradas. Num primeiro momento eram acompanhados uma série de indicadores que foram diminuindo conforme entenderam-se os prioritários e relevantes para o negócio e para o investidor. Os mecanismos de governança citados foram: relatório mensal, reuniões quinzenais e participação do investidor do Board, este último no caso do *equity*.

O Negócios Social 1 tem investidores por meio de dívida e por meio de *equity*, o que traz potenciais conflitos de agência dos dois lados. Do lado do mecanismo de *equity*, o mandato é crescer e crescer, consumindo capital financeiro para a expansão. Do lado do mecanismo de dívida, há uma preocupação maior em como a dívida será paga em caso de não haver caixa suficiente. Como a modelo de negócio se assemelha a de uma *startup*, há menos preocupação com indicadores financeiros tradicionais, e mais em aumentar a operação e, conseqüentemente, gerar mais impacto. Fica assim evidente o potencial conflito de agência ligado ao *debtholder* e o *shareholder*.

O grande dilema é entre *equity* e dívida. A minha visão é mais alinhada, no geral, com o investidor de *equity*, porque eu estou indo em uma rampada, não estou olhando para caixa, quero captar para olhar para o *growth*. A lógica de dívida é o contrário, o cara quer que você fique quadrado, gerando caixa, é melhor para ele assim. Quando você capta dinheiro, aí fica tudo certo. Você faz o que quiser, porque você tem dinheiro em caixa, você consegue pagar a dívida. A sinergia está exatamente aí. É muito ruim enquanto você não consegue captar dinheiro e o teu dinheiro em caixa está acabando. Tem que tomar cuidado aí pois os *players* de crédito podem querer – não todos – que você mude de estratégia: "cara, esquece crescimento e teu *growth*, foca em gerar caixa. Aí não interessa o impacto, não interessa que você quer aumentar o impacto. O que ele quer é não ter *default* com o credor dele, e isso é idêntico ao mundo tradicional. O que mudam são as taxas e garantia, mas no fundo muda um pouco — em alguns casos; em alguns nem a taxa muda tanto. E tem os contratos de garantia que pode ser usado como terrorismo psicológico, em alguns deles, não em todos. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

A Yunus Negócios sociais não permite a distribuição de dividendos, e isso não foi identificado como um conflito inicialmente, pois o Negócio Social 1 quer crescer e todo o lucro é reinvestido, entretanto a empresa admite que fará a distribuição do dividendo no futuro considerando seus investidores de *equity*, o que representa um potencial conflito.

O investimento por meio de *equity* parte do princípio de que distribuição de dividendo em algum momento faz sentido, ...mas o que acontece é que tem-se uma sinergia entre o modelo da Yunus e o fundo de *venture capital*. Nenhum dos dois quer o lucro. Você quer o lucro, mas não quer distribuir, você quer investir. Então, no fundo, aí tem uma sinergia e é nessa sinergia que a gente surfa. Se você tiver lucro ... você vai pegar esse lucro e vai reinvestir. Isso no curto prazo, até chegar em determinado momento em que você já está grande o bastante para ter que servir ao *venture capital*. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Para um negócio que quer crescer, escalar e captar recursos, o modelo da Yunus tem suas limitações, pois precisa-se de mais capital financeiro, que atualmente não está disponível em fundos como o FIDIC da Yunus. O que corrobora com a fala da Yunus Negócios sociais, já que usam capital filantrópico e não de investimentos, mas que poderiam representar eventuais conflitos e tensões.

Eu adoraria seguir a lógica do modelo Yunus para sempre, se houvesse dinheiro desse tipo para suportar o meu crescimento. Uma *startup*, para virar um unicórnio no mundo, precisa em média captar aí 100 milhões de dólares, até porque é um *valuation* de um bilhão. Então não existem 100 milhões de dólares disponíveis para um negócio em um modelo Yunus. Então você usa esse capital até determinado momento, ou se você quiser só um negócio local. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Um outro potencial conflito identificado, não necessariamente junto a Yunus, é o alinhamento relacionado a postura do investidor: *Hands-off* versus *hands-on*. O conflito acontece quando um investidor que se coloca como *hands-off*, por exemplo, quer interferir como se fosse *hands-on*.

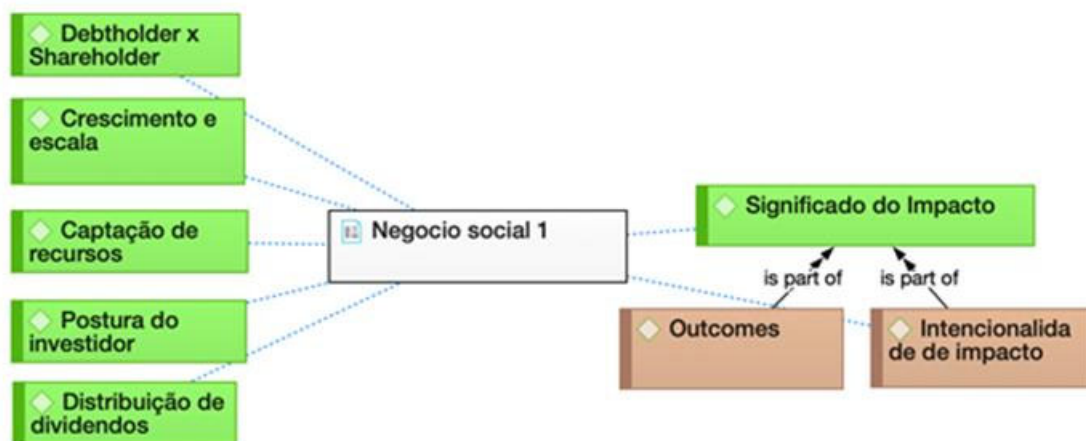
Ingerência, quando fundos que são *hands-off* querem interferir como se fossem *hands-on*. Ou seja, eles olham super no macro level, estão super *hands-off*, não participam da operação, e querem palpar no dia a dia da operação. Esse tipo de coisa aconteceu com um player só, mas, quando isso acontece, é muito ruim. Outra coisa é um fundo que é *hands-on*, que está ali no dia a dia, que está apoiando, que está sempre ali, sabe bem do que você está fazendo, e aí traz um insight, traz uma provocação. Outra coisa é quando não tem e acha que tem gerencia sobre a sua empresa, e na verdade não tem, é um credor, e então tem aí essa visão de achar que sabe mais porque olham alguns negócios ou porque veio de mercado financeiro, sabe, isso acaba acontecendo às vezes. Mas aí são casos, acho que mais individuais do que institucionais. Então acho que o problema são mais os indivíduos, e não as instituições, infelizmente. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Finalmente, é preciso destacar que o alinhamento entre o investidor e a empresa investida é colocado como premissa para mitigar os potenciais conflitos e tensões.

Depois que você acredita no que eu estou te dizendo, seja por dados, por números, ou porque você acredita em mim ou porque eu vendo bem, ou porque você foi na escola e viu um aluno, como você quiser fazer. Depois que você acredita na minha premissa o que eu tenho que fazer é ter mais alunos, ensinar melhor e não estourar meu preço, não aumentar o preço, não mudar o modelo. São coisas mínimas, você não precisa ficar olhando o dia inteiro, está mantendo a qualidade, está perdendo a qualidade? É meio premissa. (Entrevistado 2 – um dos sócios do Negócio Social 1, 2021).

Conforme representado na Figura 6, os conflitos ficaram mais aparentes do lado do Negócio Social 1 do que do lado do investidor. Assim, como a Yunus, o Negócio Social 1 não vê que há um conflito sobre a não distribuição dos dividendos, entretanto deve-se constatar que a empresa admite que fará a distribuição no futuro após o pagamento de toda a dívida com a Yunus e conforme os interesses de seus outros investidores de *equity*. Por outro lado, os principais potenciais conflitos e tensões apontados foram: a) conflito de interesses entre *debtholder* versus o *equityholder*; b) crescimento e escala do negócio; c) captação de recursos; d) o relacionamento com o investidor quando não há alinhamento sobre qual será a postura do mesmo. Além disso, o alinhamento entre investidores e empresa é colocado premissa e fundamental para a mitigação dos conflitos e das tensões. Quando avaliamos o significado do impacto para o Negócio 1, observamos que eles relatam que conseguem mensurar *outputs* e *outcomes*, sendo que este último é avaliado meio de estudos secundários.

Figura 6 – Tensões e conflitos do Negócio Social 1



Fonte: elaborado pela Autora.

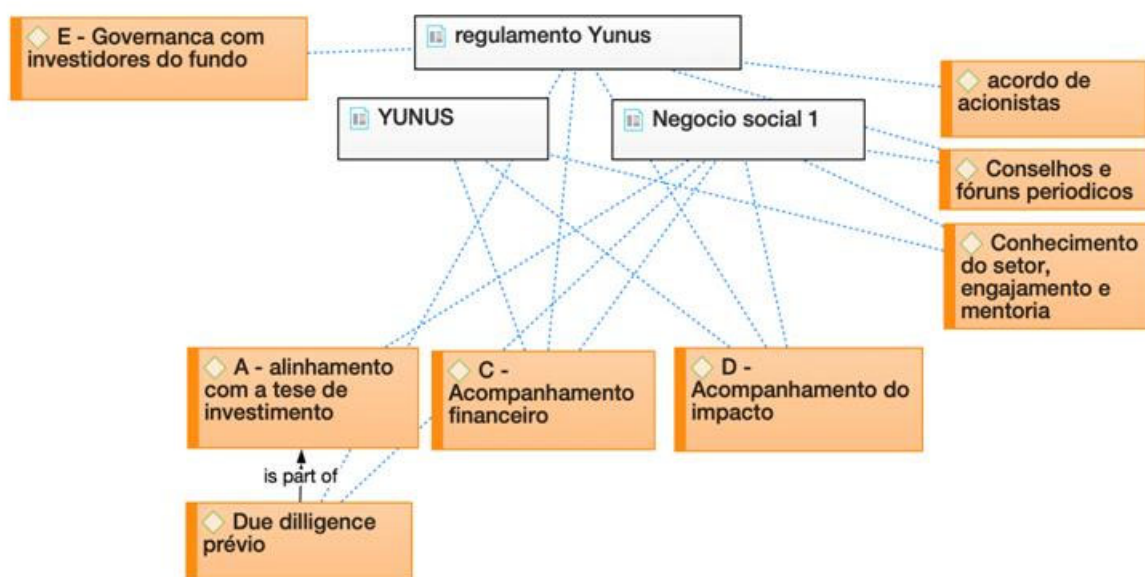
4.1.1.3 Yunus x Negócio social 1

Quando avaliamos os potenciais conflitos e tensões da Yunus e do Negócio Social 1, vemos que o investidor colocou como potenciais conflitos a gestão do negócio e a busca pelo crescimento e escala, e o negócio identifica tensões adicionais como a captação de recursos,

crescimento e escala, a relação do *debtholder* e *shareholder*, apostura do investidor e distribuição de dividendos.

Além dos potenciais conflitos e tensões, foram identificados os mecanismos de monitoramento e controle utilizados e/ou relatados pelas duas organizações conforme a Figura 7e que serão aprofundados mais adiante de forma consolidada.

Figura 7–Mecanismos de monitoramento e controle da Yunus e do Negócio Social 1



Fonte: elaborado pela autora

4.1.2 Caso 2: MOV Investimentos e Negócio Social 2

O segundo caso estudado é composto por duas unidades de análise: MOV Investimentos, que tende a ser classificado como *financial first*, e a empresa investida do setor de educação, Negócio Social 2, com receitas provenientes de serviços e de doações e parcerias.

Figura 8 - MOV Investimentos e Negócio Social 2



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.2.1 MOV investimentos

A MOV Investimentos foi fundada em 2012 com a missão de fomentar, cocriar e investir em negócios capazes de alavancar as forças de mercado para resolver problemas sociais e ambientais e oferecer a seus investidores retorno financeiro e impacto socioambiental. O seu principal mecanismo é o Fundo de Investimento em Participações (FIP MOV 1) para investidores qualificados: pessoas naturais, fundos de investimentos e investidores não residentes. Os investimentos estão organizados em três teses de impacto: cidades, florestas e educação, com as seguintes empresas: Audsat, Biofílica, Origo, Terra Nova, TriCiclos, Tuneduc (este último recentemente renomeado para “Por A mais B”). Até 2019 aportaram R\$ 58 milhões (relatório 2019) e, durante a entrevista, destacou-se que em breve um segundo Fundo será lançado com valores superiores.

É uma empresa certificada B, recebeu por vários anos o certificado GIIRS (*Global Impact Investment Rating System*) e, atualmente, usa o framework do *Impact Management Project* (IMP) para demonstrar sua estratégia de impacto frente aos negócios investidos e como investidor. Conforme tal framework, a MOV sinaliza que os fundos de participações podem ser enquadrados nas seguintes categorias: “sinalizar que o impacto importa”, “envolver-se ativamente” com as empresas investidas e “fomentar mercados novos ou mal servidos”; para o fundo de direitos creditórios, assinalam as mesmas categorias, menos “envolver-se ativamente”. Para todos os fundos eles querem “contribuir para as soluções” e em nenhum dos fundos sinalizam o tópico “prover capital flexível”. O IMP apresenta em seu site um aprofundamento sobre o significado de cada categoria acima, sendo que “prover capital flexível” é o reconhecimento de que o risco ajustado ao retorno financeiro pode ser

menor para alguns casos. Partindo desta premissa, vamos entender que a MOV trabalha com a relação de risco ajustado ao retorno, portanto tende a ser colocado como *Financial First*. Esta não é uma definição “branco ou preto”, mas adotaremos este posicionamento para esta pesquisa, inclusive de forma comparativa com os outros estudos de caso. Se comparamos com o estudo de caso 3, que vem a seguir, observa-se algumas diferenças no perfil das empresas investidas. Na MOV há empresas investidas que iniciaram com receitas muito baixas, sendo que algumas empresas dependem de doações para sua sustentabilidade financeira. Sendo assim, vamos considerar o posicionamento da MOV como “meio do caminho” entre Yunus Negócios Sociais e VOX Capital.

AMOV tem um processo com quatro etapas em sua gestão: I. Construção de pipeline; II. Investimento; III. Desenvolvimento da companhia; IV. Desinvestimento e capitalizações subsequentes.

A construção do pipeline é chave para identificar negócios alinhados com a MOV, sendo que a primeira etapa é a análise de impacto, entendendo a adicionalidade socioambiental, a inovação, a capacidade de escala, entre outros, para, posteriormente, olhar para os empreendedores e governança. Após esses critérios avalia-se a parte financeira. A aprovação do investimento acontece no Comitê de investimentos formado por quatro maiores cotistas do fundo e dois membros da equipe da MOV. Todas as informações são reunidas e apresentadas no Memorando de Investimento juntamente com os resultados da *duediligence*.

Posteriormente, a MOV desenvolve, junto com a empresa investida, a tese de impacto, tese de investimentos e estruturas de governança. A tese de impacto inclui a *teoria da mudança*, identificação e quantificação do impacto socioambiental. Para avaliar o impacto usam uma régua comum para todos os investimentos, o GIIRS, e para cada empresa identificam-se os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável que cada empresa colabora, metas, indicadores e mapas de impacto. Assim, cada negócio investido tem os seus próprios indicadores a serem monitorados. No Relatório de Impacto 2019 da MOV Investimento são apresentados os Mapas de Impacto (contendo as atividades, *outputs*, *outcomes*, impacto, ODS) de todos os negócios investidos, suas metas de médio prazo, os *outputs* alcançados e a intencionalidade do impacto.

Os mecanismos de governança junto as empresas investidas contemplam a participação nos conselhos de administração e principais comitês das empresas investidas, acordo de acionistas e acordo de investimentos e mecanismos de resolução de conflito. Avaliam-se também os riscos da operação e da estratégia do negócio bem como eventuais riscos reputacionais. Durante o processo de *duediligence* são avaliados riscos

contábeis, fiscais, legais, trabalhistas e ambientais sendo que esses trabalhos são realizados por auditorias e escritórios jurídicos.

AMOV busca desenvolver a empresa atuando na construção e fortalecimento de uma cultura que inclua: transparência, respeito, colaboração, meritocracia, responsabilidade (accountability), diálogo e comunicação clara e simples. Através das reuniões de conselho de administração, comitês específicos ou reuniões informais, a MOV avalia e monitora constantemente: (i) a missão da companhia, (ii) estratégia, mercado, concorrência, (iii) riscos e planos de mitigação, (iv) oportunidades, ameaças, pontos fortes e fracos, (v) plano de negócios de 5 anos e seus desdobramentos em plano de ações e metas, (vi) capital humano e (vii) estrutura de capital, ativos e passivos.

Junto com a empresa olhamos a definição da diretoria, definição de orçamento, investimentos, toda a questão de endividamentos, enfim, questões normais de gestão de empresas. A gente define as questões de governança na hora do investimento. Mas sempre garantindo ao FIP um poder de influência importante. Então normalmente a gente faz investimentos em que a gente é minoritário, mas sempre a gente tem que ter um poder de influência. Então invariavelmente a gente tem uma ou duas posições no conselho de administração, e comitês específicos, comitês de estratégia, de remuneração, enfim. Aí varia de caso a caso.(Entrevistados 1 – MOV Investimentos, 2021)⁶

Durante o período que as empresas estão no portfólio, a MOV adota uma postura bastante ativa no monitoramento e acompanhamento das operações. Ela também tem uma série de mecanismos de acompanhamento para o investidor: uma carta quadrimestral com a evolução de cada um dos investimentos e duas reuniões anuais. O objetivo é prestar contas, mas principalmente também para ouvir as sugestões dos investidores, para cada um dos negócios.

Foi possível identificar que todos esses mecanismos citados anteriormente são bem robustos e criam diversas oportunidades para o alinhamento de valores e expectativas e, conseqüentemente, são colocados como premissa e tendem a minimizar os conflitos e as tensões com seus dois principais stakeholders: investidores e as empresas investidas.

Do lado dos investidores, a pressão é gerar mais *outputs* por meio dos negócios investidos. Os investidores do fundo são pessoas de alta renda, alinhados com os valores do Fundo, com propósito e buscando promover impacto positivo. Na medida que há o

⁶Entrevista realizada com Daniel Serra (entrevistado 1) e Martin Mitteldorf(entrevistado 2)da empresa MOV Investimentos, localizada em São Paulo por videoconferência (Teams/Microsoft) no dia 27/01/2021.

alinhamento de expectativas, mitigam-se os conflitos, mas há sim a pressão para gerar mais *outputs*.

Os nossos investidores investem no fundo da MOV sabendo e buscando negócios que geram retorno socioambiental e financeiro. Na medida em que a gente deixa isso transparente, claro, a gente também vai construindo essas relações em cima disso. A gente tem investidores que têm essas expectativas e a gente tem empresas investidas na mesma direção. Então, se existe um ruído, capaz que ele exista, ele é muito minimizado.(Entrevistado 1 – MOV Investimentos, 2021)

A pressão do investidor não vem do lado financeiro, porque muitas vezes a pressão vem do lado deles para gerar mais impacto: mais gente, mais hectares, mais carbono.(Entrevistado 2 – MOV Investimentos, 2021).

Do lado das empresas investidas apontam-se que os conflitos são comuns em qualquer tipo de empresa. A premissa básica é a sustentabilidade financeira para poder gerar o maior impacto socioambiental. Assim, conflitos ou dilemas na gestão do negócio e a interconexão entre desempenho financeiro e social aparecem.

A pressão financeira existe, mas é uma questão de saúde da empresa, pois a própria saúde da empresa vai possibilitar você gerar mais impacto socioambiental. São coisas que se retroalimentam. Se o business crescer, eu vou gerar mais retorno financeiro e vou gerar mais impacto socioambiental.(Entrevistado 1 – MOV Investimentos,2021)

Eu acho que normalmente a gente tem questões (dilemas/conflitos). É uma empresa que tem como objetivo a geração de impacto socioambiental, mas é uma empresa como outra qualquer. O que quer dizer que tem pessoas, tem desempenhos de executivos melhores ou piores, muitas vezes você tem que tomar decisões importantes de desligar executivos. Isso nunca é uma situação simples. Então eu acho que esses dilemas acontecem normalmente, frequentemente. Eu acho que todos os nossos negócios já trocaram o CEO pelo menos uma vez. Mas como eu acho que a gente é muito alinhado, quando a gente faz um investimento, os objetivos são sempre muito alinhados. É a primeira questão que eu falei, quando a gente sabe o que a gente quer e a gente compartilha isso, fica mais fácil. Quando você começa a ter um desalinhamento, a situação fica complexa. Aí acaba, o problema, por menor que seja, passa a ser um problema grande.(Entrevistado 1 – MOV Investimentos,2021)

A MOV Investimentos demonstrou-se preocupada não apenas com os negócios investidos, mas também com o seu entorno e seu ecossistema. Durante a entrevista foram dados exemplos das empresas investidas, demonstrando que eram negócios incipientes, mas as barreiras foram sendo quebradas ajudando a empresa e o ecossistema dos negócios investidos.

Quando a gente investiu na Origo, não tinha associação brasileira de energia solar, não tinha associação brasileira de energia distribuída, não tinha regulação, não tinha modelo de negócios de fazendas solares. Não tinha nada disso.Quando eu entrei na Origo, ela faturava zero. E a Origo ajudou a construir isso. Na verdade, a gente foi construindo o ecossistema, a gente foi desenvolvendo modelos de negócios. O modelo de negócios das fazendas solares, foi a Origo que introduziu no mercado. Então a gente acredita muito nisso. O nosso papel está na empresa, mas também está no ecossistema que a gente ajuda a construir.(Entrevistado 1 – MOV Investimentos,2021)

Hoje o mercado de crédito de carbono voluntário todo mundo fala, mas quando investimos na Biofilica, lá trás, esse crédito não valia... valia centavos. Paciência, resiliência, porque durante anos a gente olhava para a Biofilica e, zero a zero, prejuízo, recapitalizar. Hoje em dia ele está cotado bem mais. É um pouco, eu acho que é legal a gente dizer que tem esse interesse, essa visão, também dos nossos investidores, então é gente que sabe que está aqui para expandir as fronteiras. (Entrevistado 1 – MOV Investimentos, 2021)

Para a Tuneduc não existe um arcabouço legal que permita você vender de uma forma sustentável e corriqueira para o setor público: Serviços de educação. Mas se a gente conseguir fazer isso, a gente destrava. (Entrevistado 1 – MOV Investimentos, 2021)

Ao avaliar os diferentes exemplos anteriores percebemos que a MOV busca influenciar o ecossistema das empresas investidas, promover o impacto positivo, mas ao mesmo tempo precisa ter a sustentabilidade financeira de seus negócios, ou seja, ter impacto, mas não ter sustentabilidade financeira (ou vice-versa) é uma tensão. O regulamento do fundo detalha o cálculo da taxa de performance a ser paga aos gestores do fundo, sendo que a porcentagem sobre a rentabilidade financeira só é paga se alcançarem ao menos 50% das metas socioambientais.

Artigo 13 - Taxa de Performance. O Gestor terá direito ainda a Taxa de Performance equivalente a 17,5% (dezesete e meio por cento) sobre a rentabilidade auferida pelos Quotistas, nos termos abaixo estabelecidos.

Parágrafo 2. O pagamento da Taxa de Performance, nos termos do Parágrafo 3º abaixo, ficará condicionado ainda à apuração e comprovação das Metas Socioambientais de cada Companhia Investida, sendo necessário que ao menos 50% (cinquenta por cento) das Companhias Investidas tenham cumprido mais do que 50% (cinquenta por cento) de suas respectivas Metas Socioambientais. Para efeitos do cálculo da quantidade de Companhias Investidas será considerado o número total de Companhias Investidas que tenham recebido recursos do Fundo desde a Data de Início até o final do Período de Investimentos. (Regulamento Interno do FIP MOV 1 – Multiestratégia, página 24, ano 2017)

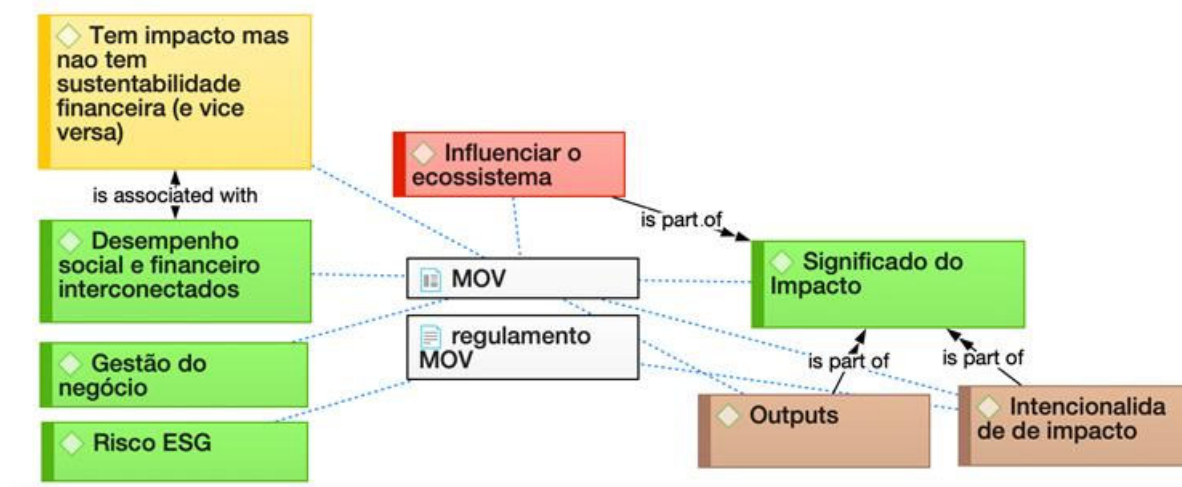
Um último ponto a ser acrescentado também foi identificado no regulamento do fundo, que destaca que é feita uma diligência ligada a riscos socioambientais, mas que mesmo assim as empresas estão sujeitas a tais riscos. Este tema não foi apareceu na entrevista, entretanto, considerando o perfil do fundo, tais riscos socioambientais (ou riscos ASG, ambientais, sociais e de governança) não podem ser minimizados e, mesmo não havendo nenhum relato em que um risco socioambiental tenha se materializado, para efeitos deste estudo, destaca-se que sim este representa um potencial conflito, já que os gestores devem estar atentos a gestão dos seus riscos ASG pois podem trazer impactos reputacionais e até econômico-financeiros; e fazem parte do dever fiduciário moderno.

As Companhias Investidas podem estar sujeitas a maior risco de contingências socioambientais decorrentes de suas atividades, bem como de eventual não cumprimento da legislação socioambiental aplicável e de eventos adversos, especialmente se exercerem atividade com

significativo impacto socioambiental, tais como acidentes, vazamentos, explosões ou outros incidentes que podem resultar em lesões corporais, mortes, danos ao meio ambiente e à coletividade que poderão gerar para a Companhia Investida dispêndios extraordinários, além da possibilidade de responsabilização no âmbito administrativo, civil e penal, o que pode reduzir o valor da Quota do Fundo, inclusive com risco de patrimônio líquido negativo e necessidade de aporte adicional de recursos pelos Quotistas no Fundo.(Regulamento Interno do FIP MOV 1 – Multiestratégia, página41, ano 2017)

Conforme representado na Figura 9, constatamos que os potenciais conflitos aparecem tanto do lado dos investidores quanto do lado das empresas, sendo que o alinhamento da missão e valores compartilhados são colocados como premissa. Uma característica deste investidor é que há a intenção de influenciar o ecossistema em que o negócio está inserido. Os conflitos e tensões mais latentes são a) gestão do próprio negócio; b) equilíbrio de desempenho social e financeiro interconectados e, neste caso, ter impacto sem sustentabilidade financeira; c) o risco ASG; e d) os potenciais conflitos com investidores relacionado ao significado do impacto e aos *outputs* alcançados (os *outcomes* não são mensurados).

Figura 9–Tensões e conflitos da MOV Investimentos



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.2.2 Negócio Social 2

O Negócio Social 2 nasce com a expertise de seus sócios sobre como os dados e a análise de impacto podem gerar conhecimento útil para políticas públicas educacionais. A empresa é da área de educação e trabalha com dados das avaliações educacionais (histórico do Censo Escolar, Saeb, Enem, Prova Brasil, avaliações estaduais, entre outras) e as consolida numa plataforma única. Assim, transforma as informações complexas em formatos simples

que ajudam Secretários de educação, escolas e professores da rede pública e privada a tomarem melhores decisões.

Inicialmente, a visão era poder atender o setor público, mas começando com o setor privado. No começo foram bem-sucedidos em função do ENEM, mas no médio prazo tiveram que repensar o modelo de negócio, já que o governo parecia mais promissor em função da escala. Atualmente, a fonte de receitas do Negócios Social 2 é mista: receita dos serviços prestados, doações e parcerias com institutos e fundações empresariais com a causa da educação.

Pela plataforma oferecida pelo Negócio Social 2, os educadores, gestores escolares e gestores de políticas públicas podem entender a imensidão de dados gerados pelas respostas dos alunos e extrair informações valiosas com indicadores de desenvolvimento de educação para nortear suas ações de melhoria de ensino, considerando o que é esperado que os estudantes aprendam em cada ano escolar.

O impacto esperado é uma melhora educacional, aumentando a familiaridade com as métricas geradas pelas escolas e os testes existentes. A *teoria da mudança* começa com a transformação cultural da gestão educacional, engajamento dos atores envolvidos e, conseqüentemente, melhoria na educação. Os principais indicadores de acompanhamento são: cobertura (tamanho da rede atendida) e engajamento (transformação cultural). Entre os indicadores, acompanha-se o uso qualificado dos dados, ou seja, como é a jornada de uso da plataforma. Atualmente possuem dados de mais de 480 mil estudantes, mais de 60 mil educadores da rede pública e 103 mil escolas da rede pública e privada usam a plataforma. Cruzando os dados primários e secundários é possível identificar seus *outputs* e sua intencionalidade de gerar impacto.

O Negócio Social 2 começou com capital dos sócios, posteriormente entrou um sócio do setor privado educacional e um pequeno grupo de escolas privadas, mas logo os sócios compreenderam que para escalar era necessário buscar capital, entretanto tinham que encontrar investidores alinhados com a visão e missão do negócio, já que o resultado financeiro não era uma perspectiva tão de curto prazo. Assim, conseguiram captar recursos com a MOV Investimentos, com quem tiveram muita identificação.

E em primeiro lugar tinha que ter um alinhamento muito grande com essa visão mais de longo prazo, de impactar a educação pública. E com a MOV foi muito natural. Nas primeiras conversas a gente percebeu que estava falando de coisas muito parecidas. Você tem que ter uma missão muito clara do que você quer fazer, e trazer pessoas que concordam com aquela missão. O que vai resolver, na verdade, a sua questão de impacto é a missão, em última instância. Falar: “olha, o que a gente quer?”, “Para onde essa empresa está olhando?”, “O que essa empresa quer no longo prazo?”. E aí nas conversas com a MOV ficou muito claro que a gente estava preocupado com as mesmas

coisas... que qualitativamente a gente estava falando das mesmas coisas.(Entrevistado 1 do Negócio Social 2, 2021)

Pela entrevista foram identificadas algumas tensões em função da natureza do negócio e da sua dualidade de objetivos, mas neste estudo de caso vamos aprofundar sobre os potenciais conflitos no relacionamento com seus investidores, e com outros *stakeholders* importantes para a sustentabilidade do negócio.

A empresa tem vários *stakeholders* chave para seu modelo de negócios: escolas, governo, institutos empresariais, terceiro setor; então há o desafio de equilibrar as possíveis tensões e ter o alinhamento entre eles. Os sócios são responsáveis pela mediação e colocam como relevante os seguintes quesitos no relacionamento com os diferentes *stakeholders*: abertura para o diálogo franco, transparência e a constante reflexão para debater o modelo de negócio. Como muito dos parceiros não têm fins lucrativos, é preciso demonstrar que a sustentabilidade financeira e um modelo de negócio vencedor são chave para a sustentabilidade do impacto, ou seja, não adianta ter impacto sem sustentabilidade financeira.

O que a gente faz é, com muito diálogo, tenta trazer a tese de investimento, de apoio, que seja consistente com a visão deles (*stakeholders*), e com a missão deles, e sempre discutindo alternativas: “olha, mas se a tese que você acredita não for viável, como a gente faz?”. É um caminho de construção de diálogo, ou seja, de muito diálogo e de reflexão aberta sobre o modelo de negócio. Porque, no final, eles também sabem que, se eles investiram um tanto numa plataforma que eles acreditam, que eles percebem que tem impacto, ou que eles acreditam na tese de impacto, mas essa plataforma não encontrar um modelo de negócio (sustentável), o dinheiro que eles colocaram desaparece.(Entrevistado 1 – Negócio Social 2, 2021)

As maiores tensões constatadas são sobre a sustentabilidade financeira, modelo de negócio e a escala do Negócio Social 2, que não são pontos triviais de serem alcançados. Por um lado, seu cliente final é o setor público com as complexidades para operacionalizar os contratos; por outro lado, há dependência de doações e as parcerias com o terceiro setor e institutos empresariais. Destacando-se que essas parcerias contribuem com recursos financeiros, mas também são chave para o modelo de expansão e especialmente para o alcance nos diferentes estados.

Como eu me torno sustentável no setor público? A gente vai ter que resolver isso agora. Não dá para esperar que as fundações fiquem nos financiando.(Entrevistado 1 do Negócio Social 2, 2021)

Assim, recentemente fizeram uma redefinição do modelo de negócio, ganhando uma nova perspectiva para atender prioritariamente as escolas públicas. Se, inicialmente, havia uma expectativa de que o negócio fosse mais forte com o setor privado e menos com o setor

público; isso acabou invertendo-se. A revisão do modelo de negócio foi muito debatida no seu Conselho de Administração e também com a realização de workshops com diferentes *stakeholders*. O importante era alinhar o modelo para a sustentabilidade financeira e o impacto social.

No Brasil, hoje, se você quer ser relevante, não tem como você impactar a educação sem impactar a rede pública, ou seja, 85% dos alunos estão na rede pública, e a gente sabe, na verdade, que o motor da qualidade da educação, no final das contas, vai ser a rede pública. Porque se ela começa a puxar, a escola privada vai ter que ir atrás. (Entrevistado 1 – Negócio Social 2, 2021)

O Conselho é composto pelos sócios iniciais e representantes da empresa do setor privado, do pequeno grupo de escolas investidoras e da MOV, ou seja, um time equilibrado com diferentes expertises. Foram relatadas tensões vivenciadas durante as discussões sobre o modelo de negócio para os próximos anos. A composição do Conselho, o alinhamento e o diálogo aberto e transparente e, inclusive, as tensões foram chave para revisar o modelo de negócio.

A gente teve decisões muito difíceis de tomar. A oportunidade no setor público começou a ficar muito grande, mas a gente não via o modelo de venda direta, via o modelo de financiamento via terceiro setor. Isso gerou muita apreensão do lado do Conselho.

Ao mesmo tempo o mercado de educação é enorme. Eles (conselheiros) estão convencidos que é esse mercado, o problema é como você tem acesso a esse mercado vendendo direto para ele. Essa é a grande oportunidade.

Nós temos a tese de dados, de que os dados podem ser centrais nesse ecossistema do setor público. Então, a gente, por exemplo, pode ser útil para impulsionar outros atores, como editoras e conteúdos de sistemas de ensino.

Isso foi trazendo um certo conforto de que a gente estava próximo, a gente tinha mecanismos, ou a gente poderia oferecer modelos de negócio para ter acesso a esse recurso que está no setor público.

Agora, a cobrança por desenvolver uma tese que pudesse alcançar esse recurso do setor público, veio do próprio conselho, o que é muito legal... porque você está sendo o tempo todo provocado a falar: “bom, como é que você transforma esse teu retorno social em retorno privado?”. “Como é que você captura parte do seu retorno social?”

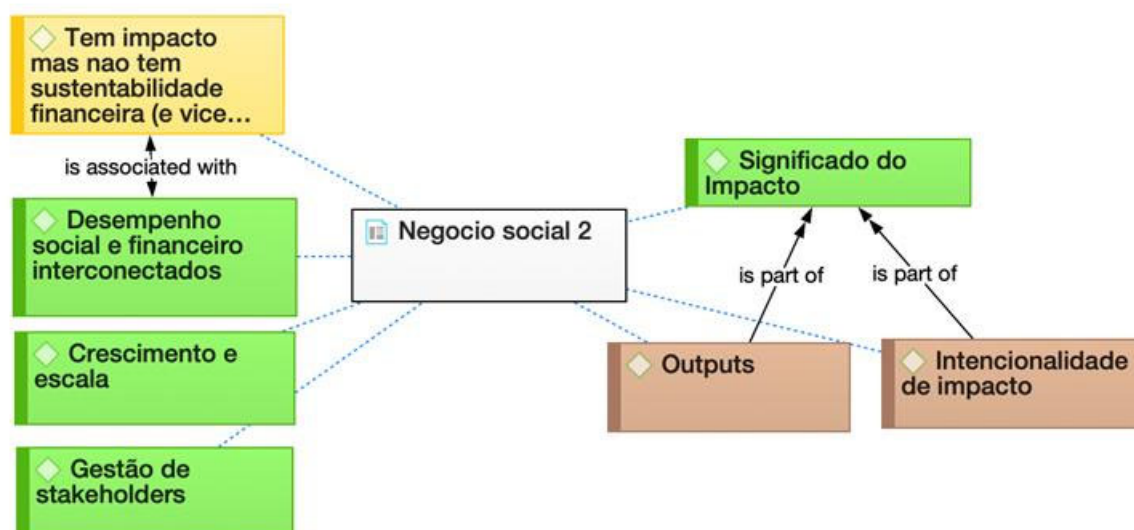
A gente procura equilibrar isso (desempenho financeira e impacto) dentro do Conselho, ter um Conselho que tenha esses dois olhares. Isso trás tensão adicional para Conselho, mas essa é a tensão que qualquer empreendedor de impacto vai ter que conviver com ela. Se ele quiser ter um negócio sustentável, ele vai ter que saber conviver com ela. Eu costumo dizer que a gente tem que inovar duas vezes. A gente tem que inovar no produto, e a gente tem que inovar no modelo de negócio para a gente conseguir ser sustentável com o nosso propósito de impacto e ser sustentável financeiramente. (Entrevistado 1 do Negócio Social 2, 2021)

Atualmente, a visão de futuro do Negócio social 2 é que precisam testar modelos de negócios com uma única solução/produto, ou seja, precisam de uma solução compatível com diferentes modelos de negócios. Neste momento testam diferentes possibilidades envolvendo o B2G, B2B1G e B2B (Privado). Em suma, há foco no desenvolvimento do negócio, formação do mercado e um ponto muito importante é o equilíbrio entre a visão dos seus investidores e de seus diferentes parceiros.

Uma coisa que a gente sabe é que existe uma convergência muito grande da nossa tese com as teses das organizações do terceiro setor que atuam no campo da gestão educacional. Eles são parceiros muito importantes, não só para ajudar a fomentar esses projetos financeiramente, mas também para pensar junto e mobilizar *stakeholders* relevantes, como o terceiro setor, eventualmente, empresas do setor privado que atuam com o setor público. (Entrevistado 1 do Negócio Social 2, 2021)

Conforme representado na Figura 10, constatamos que os potenciais conflitos aparecem do lado dos investidores e dos *stakeholders* relevantes para o negócio como as fundações e os institutos parceiros, que inclusive doam recursos financeiros. O alinhamento da missão e valores compartilhados são colocados como premissa para mitigar os conflitos. O significado do impacto não é visto como ponto de tensão, em função da natureza do modelo de negócio. Os potenciais conflitos e tensões são a) equilíbrio entre desempenho financeiro e impacto, neste caso, tem impacto, mas sem sustentabilidade financeira; b) crescimento e escala. Tais conflitos foram muito discutidos no Conselho, que vem conjuntamente revendo o modelo de negócio e soluções que continuem gerando impacto, mas com sustentabilidade financeira, entretanto, não basta apenas alinhar com o investidor. O outro potencial conflito identificado foi c) gestão de *stakeholders*, que neste caso são relevantes para a sustentabilidade da empresa e têm seus próprios interesses. O negócio relata seus *outputs* e sua intencionalidade de impacto por meio da *teoria da mudança*.

Figura 10–Tensões e Conflitos do Negócio Social 2



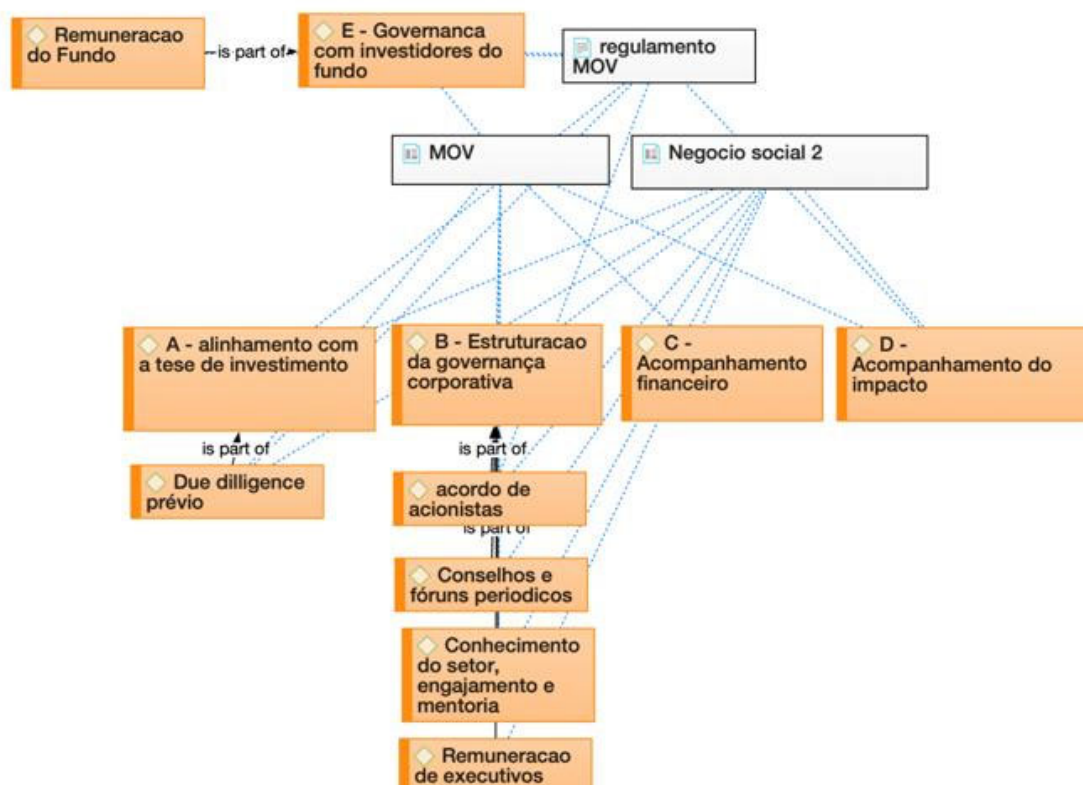
Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.2.3 MOV Investimentos x Negócio social 2

Quando comparamos os achados da MOV Investimentos e do Negócio Social 2, percebe-se no relacionamento entre ambos o significado do impacto é um potencial conflito, porém não é o ponto mais significativo. Os conflitos e tensões mais latentes são gerar o impacto, mas não ter sustentabilidade financeira, a gestão do negócio, o crescimento e escala, gestão dos stakeholders e riscos ASG. Vale destacar que ambas as organizações entendem que a dualidade de objetivos é intrínseca aos negócios sociais e investem recursos humanos e financeiros para gerar inovação e buscar um modelo de negócio que tenha o componente social e financeiro simultaneamente; e influenciar o ecossistema do setor. Neste caso, fica evidente o quanto a tensão e o conflito promovem a inovação.

Além dos potenciais conflitos, também foram identificados os mecanismos utilizados e/ou relatados pelas duas organizações conforme a Figura 11 e que serão aprofundados mais adiante de forma consolidada.

Figura 11–Mecanismos de monitoramento e controle da MOV investimentos e Negócio Social 2



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.3 Caso 3: VOX Capital e Negócio Social 3

O terceiro caso estudado é composto por duas unidades de análise: VOX Capital, que tende a ser classificado como *financial first*, e a empresa investida do setor de educação, Negócio Social 3, com suas receitas provenientes dos seus serviços.

Figura 12 - VOX Capital e Negócio Social 3



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.3.1 VOX Capital

A VOX Capital foi fundada em 2009 e, inicialmente, atuou como capital semente por meio de outros Fundos. Em 2012, lançou o primeiro fundo de investimentos de impacto do Brasil (VOXImpactInvesting I FIP Multiestratégia), utilizando estratégias de *venture capital*. Anos depois lançou seu segundo fundo (VOXImpactInvesting II FIP Multiestratégia), obteve a licença de administrador de carteira de valores mobiliários pleno, assumiu a administração fiduciária dos seus dois fundos e certificou-se como uma B Corp. Lançou também um fundo de crédito, um *crowdfunding* e, em 2020, anunciou seu terceiro fundo com valores mais significativos. Cada fundo possui sua tese de investimento e de impacto distintas, porém complementares, contribuindo para a diversificação do propósito e alcance. Na tese de investimento definem os objetivos de retorno, os modelos de negócios investíveis e valores; já na tese de impacto define-se o tipo de impacto, as temáticas, setores e desafios para cada área de impacto. Para a VOX é muito importante declarar a sua intencionalidade pois é uma forma de dar transparência aos *stakeholders* sobre seus objetivos e de alinhamento.

A gente até hoje ainda fala que: declarar a sua intenção é importante, primeiro porque isso é um mecanismo de *accountability*, segundo isso dá transparência para *stakeholder* te cobrar na medida em que você se posicionou. (Entrevistado 1 da VOX Capital, 2020)⁷

A VOX, assim como a MOV Investimentos, utiliza a matriz desenvolvida *pelo ImpactManagement Project (IMP)* e aponta as seguintes categorias: “sinalizar que o impacto importa”, “envolver-se ativamente” com as empresas investidas e “fomentar mercados novos ou mal servidos”; para o fundo de direitos creditórios, assinalam as mesmas categorias, menos “envolver-se ativamente”. Para todos os fundos eles querem “contribuir para as soluções” e em nenhum dos fundos eles sinalizam o tópico “prover capital flexível”. Considerando o quesito de “prover capital flexível”, vamos usar como premissa de que a VOX ajusta sua relação de risco ajustado ao retorno, portanto tende a ser colocado como *Financial First*. Novamente, esta não é uma definição “branco ou preto”, mas adotaremos este posicionamento para esta pesquisa, inclusive de forma comparativa com os outros estudos de caso. Ao avaliar as empresas investidas vemos que a receita provém dos produtos e serviços oferecidos, diferenciando-se do nosso Caso 2.

A VOX investe em negócios que atuam em diferentes temas de impacto: desenvolvimento do potencial humano, diversidade e inclusão, inclusão financeira e maximização de qualidade de vida e bem-estar. Seu processo de seleção das empresas considera o perfil e experiência da equipe empreendedora, geração de impacto socioambiental e retorno financeiro - em igual medida, uso de tecnologia proprietária no negócio, perspectivas de crescimento exponencial e alternativas de saída. Avaliam também o quanto a empresa tem uma solução capaz de endereçar o problema, considerando-se 5 dimensões: 1) quem (informações demográficas, distribuição geográfica dos clientes e dados sobre o mercado); 2) o que: consulta a especialistas do setor para entender e validar a relevância da proposta e valor do negócio; 3) Quanto: percepção do usuário por meio de pequenas entrevistas com as pessoas que já tiveram contato com a solução; 4) Quanto: Volume vendido e capacidade de crescimento e escala da operação; 5) Riscos: mapeamento dos riscos que podem influenciar um efeito de impacto de solução diferente da expectativa.

Desde sua criação, a VOX Capital já investiu em 31 empresas. Em 2020, as empresas investidas no portfólio eram: Avante, Magnamed, ProrRadis, Bem Care, ToLife, Sanar, Celcoin, Virtus, Grão, Banco Pérola, Empresta Capital, BizCapital, Cred Popular,

⁷Entrevista realizada com quem Gilberto Ribeiro da empresa VOX Capital, localizada em São Paulo, por videoconferência (Teams/Microsoft) em 04 de dezembro 2020.

Diasporablack. Seus aportes variam entre R\$1 e R\$ 7 milhões em troca de 10% a 30% de participação acionária da empresa, aportando 100% ou parte relevante do alvo de captação em rodadas privada. AVOX é remunerada por taxas de performance composta por indicadores financeiros e de impacto. A taxa de 20% é dividida em duas: 10% se se alcança IPCA +6%; e 10% se alcança 80 pontos do *ImpactAssessment* (com a auditoria do Bureau Veritas).Essa forma de performance demonstra a preocupação com o equilíbrio da performance financeira e social interconectados criando incentivos para que ambos sejam alcançados e mitigando eventuais conflitos. O *ImpactAssessment*tem uma análise ampla sobre a empresa, mas não traz indicadores específicos que conectam com a *teoria da mudança* realizada para cada negócio.

A VOX Capital aplica a *teoria da mudança* desde 2016 e hoje dispõe de um mapa, inclusive com relações causais entre *input*, *output* e *outcome*. Para cada negócio investido definem-se indicadores padronizados que permitam a comparação entre diferentes negócios considerando o catálogo de indicadores de impacto da plataforma IRIS+; e indicadores customizados que trazem maior precisão para o acompanhamento da eficiência da solução, e que precisam ser inseridos na rotina da empresa.

Mesmo negócios em estágios iniciais têm informações geradas que podem ajudar a avaliar os resultados e, conforme os negócios ganham escala, merecem uma avaliação de impacto mais profunda. Assim, a VOX Capital desenvolve seu *Impactômetro*, uma matriz com o nível de maturidade do modelo de negócio e o nível de acuracidade do impacto (hipótese, alcance, engajamento e transformação) de todos seus negócios investidos. A VOX afirma que definem um plano de acompanhamento de impacto considerando o quadrante que a empresa se situa.

AVOX busca manter um relacionamento próximo com seus investidores. Num assunto que é novo para todos, eles promovem encontros trimestrais, sempre aprofundando em um dos setores investidos e as empresas trazem suas soluções e aprendizados.

O investidor da VOX não está investindo em um ativo financeiro puro e simples, ele está investindo porque ele quer uma experiência, ele quer estar em contato com inovação, ele quer estar em contato com o mercado e ele quer saber o que o dinheiro dele está fazendo.(Entrevistado 1 da VOXCapital, 2020).

A VOX implementou também algumas medidas junto as empresas investidas para proteger seus investidores. Os negócios investidos precisam enviar seus balancetes contábeis mensalmente, além de indicadores operacionais e de impacto cocriados entre VOX e empresa. Por outro lado, a VOX faz parte do Conselho das empresas investidas e coloca como mandatário alguns itens de governança, assegurando poder de veto ou maioria de voto para

alguns itens como fusões e aquisições, estrutura do capital e alavancagem, plano de negócio e orçamento, planos *de stock options*, custos adicionais ao orçamento aprovado, política de dividendos e preferência da VOX para liquidações ou novas emissões de ações. Incluem também nos contratos das empresas investidas cláusulas de tratamento para membros da equipe que são chaves para a organização, políticas de incentivos e proteção de propriedade intelectual. Existem também termos sobre *duedilligence*, *compliance* e arbitragem para eventuais conflitos.

Uma das fontes de dados secundários foi o estudo de caso sobre a VOX Capital desenvolvido por Batillana (2018). Nele encontram-se evidências de que a participação da VOX no Board das empresas investidas é ativa buscando ser sempre o guardião do impacto e protegendo o interesse dos beneficiários finais. Em mais de um relato das empresas investidas encontram-se evidências do quanto a VOX ocupa o espaço do contra-argumento especialmente considerando a voz dos investidores tradicionais.

Se por um lado a VOX quer proteger seus investidores, por outro quer trabalhar em parceria com o empreendedor. Eles se consideram *founderfriendly* entendendo que o empreendedor fundador é o principal ativo. Para tal, a VOX afirma que faz contratos equilibrados e que buscam agregar valor na geração de impacto e para o negócio.

Em termos de *valuation*, em termos de postura negocial, a gente é um fundo que é conhecido por ser *founderfriendly*. A gente cria contratos que são bem equilibrados do ponto de vista do que eu preciso *versus* o que eu acho que a empresa tem que ter de controle da sua operação. A gente faz é mostrar para eles que gestão de impacto não é um ônus, é um jeito de você destravar valor, é uma outra abordagem de gestão. É um outro jeito de você gerar valor para o seu negócio. Impacto é um *driver* de valor. (Entrevistado 1 – VOX Capital, 2020).

Os fundadores da VOX Capital relatam a dificuldade que tiveram de levantar dinheiro para o primeiro fundo, inclusive num momento em que no Brasil tinha alta taxas de juros e pouca familiaridade com produtos financeiros com baixa liquidez. No estudo de caso de Batillana (2018) sobre a VOX, eles também relatam sobre o dilema do posicionamento junto aos seus investidores. Por um lado, eles não querem ser tão comerciais porque podem atrair investidores não alinhados com sua missão, mas por outro lado evitar um argumento comercial, torna a tarefa de atrair investidores mais dura.

Existem tensões com os diferentes *stakeholders* e uma das causas apontadas é a falta de clareza conceitual sobre o que é um investimento de impacto e um negócio social, especialmente logo que surgiu este tipo de mecanismo financeiro. Ou seja, é um campo em construção. Com a maturidade do tema percebe-se que existem diferentes espectros sobre o retorno financeiro e de impacto, ou seja, não é algo linear. A matriz do IMP é uma forma de

demonstrar esse espectro e ordenar de alguma forma a intenção do investidor. Antes se entendia que todo o investimento de impacto era igual, como se fosse uma coisa só, e comparavam os diferentes fundos sem uma clareza conceitual. Assim, é importante que cada fundo seja muito claro em relação a sua intenção, pois esse sim é um mecanismo de *accountability* frente aos diferentes stakeholders.

Na realidade tem tensão na demanda dos *stakeholders*, porque as pessoas entendiam que *Impactinvesting* era uma coisa só, então teve, na primeira safra do setor pelo menos, muito investidor e muito ator da sociedade que se engajou com quase todos os fundos, quase como se todo mundo fosse uma coisa só, e aí às vezes rola a tensão do tipo:

- Mas o Fundo X fala que o impacto é você abrir mão do lucro, e só pode pagar o principal para o investidor.

- Bom então é diferente do que a gente acredita, a gente acredita que tem que dar lucro.

-Então vocês não são de impacto.

Isso às vezes acontece por falta de clareza conceitual e quando você olha para a sociedade, também pensando em *stakeholders* como veículo de comunicação, mesmo os beneficiários, tem tensões do que é você se posicionar como um investidor de impacto ou como um negócio de impacto. ..ou seja, declarar a sua intenção. (Entrevistado 1 – VOX Capital, 2020).

Na Carta do Gestor, de Daniel Izzo, cofundador e CEO da VOX Capital, do relatório 2020, aponta-se o desafio de melhorar a gestão do impacto de seus investimentos em participação. É preciso desenvolver a cultura do impacto, mas claramente algumas empresas já enxergam que trabalhar com a dualidade de objetivos (rentabilidade e impacto) trazem uma vantagem competitiva. Na visão da VOX, “a gestão de impacto traz valor ao *equity* da empresa pois gera mais fidelidade de clientes, melhor imagem e, portanto, um negócio mais resiliente no longo prazo.” Em outras palavras, a tensão está menos relacionada a desempenho financeiro e mais a do impacto. Os investidores questionam, mas não exatamente cobram. Pior é ter um negócio com resultado financeiro, mas com impacto questionável; do que ter um negócio impacto, mas sem resultado financeiro, o que pode dificultar a captação de recursos futuras.

A gente sempre achou que, do ponto de vista teórico, a pior coisa que pode acontecer com o fundo de impacto é ele dar um grande retorno e ter casos sociais controversos. A gente achava que isso poderia ser um evento destruidor, porque eu acho que se a VOX não der retorno nenhum, por exemplo, é a consequência que vai ter é que eu não vou conseguir captar mais fundos. AVOX vai deixar de existir, mas os investidores não vão ficar bravos, está meio que no preço mental, foi um experimento, não vou investir de novo. Se a VOX der um super retorno, nossa que espetáculo, eu ganhei muito dinheiro, o fundo da VOX deu mais retorno que o fundo X, eu acho que vai ser legal, mas se eu tiver na composição do meu portfólio casos controversos, eu não conseguir comunicar impacto. Eu acho que boa parte dos meus investidores também não vai investir em mim. Entrevistado 1 – VOX Capital, 2020).

A gente teve um caso assim. Um resultado financeiro bom, mas quando fizemos a avaliação, vimos um impacto social bom no curto prazo, mas, no longo prazo, o tecido social ficaria muito mais frágil. Para nós não tinha impacto social. Então a gente decidiu desinvestir, mas a gente não ia rasgar dinheiro, então a gente decidiu fazer um processo responsável de desinvestimento. No fim a

TIR desse projeto foi acima de 30% e a gente devolveu um retorno decente para os cotistas. Mas a gente não chama isso de uma saída de impacto. Foi legal porque nesse momento, pelo menos com nossos investidores, foi um momento de teste, eles ficaram super alinhados com a gente: é isso aí mesmo, vamos em frente, eles apoiaram essa decisão. Entrevistado 1 – VOX Capital, 2020).

Uma outratensão identificada, e aparentemente mitigada, é como a própria VOX se torna competitiva para os empreendedores e ganha escala. Para isso a VOX também precisa ter um volume de investimentos relevante para que os negócios investidos vejam benefícios pelo lado do impacto, mas também pelo lado financeiro. Este ponto está sendo endereçado pelo recente anúncio, em 2020, para o lançamento do próximo fundo da VOX com R\$ 500 milhões.

A gente conseguiu mostrar que consegue ser competitivo num mercado que já é bastante competitivo de *Venture Capital*. Onde a gente ainda não é competitivo e onde a gente ainda perde oportunidades: na capacidade de alocação de dinheiro. Os nossos fundos são pequenos e as empresas que dão certo, elas demandam mais capital. Aí eu tenho que ficar passando o chapéu captando investimentos. E muitos empreendedores falam: entre o fundo da VOX e um fundo tradicional, talvez eu prefira o tradicional porque eu sei que se o meu negócio crescer e precisar de uma série B, no limite a o fundo defende sozinha a série B. Nosso novo fundo consolida a nossa liderança no *Venture Capital* com alguns elementos de inovação. A gente traz o tema da performance (50% impacto e 50% remuneração) de forma pública no regulamento da CVM. É possível ver como é calculada a performance de impacto, a fórmula do gate de governança. Entrevistado 1 – VOX Capital, 2020).

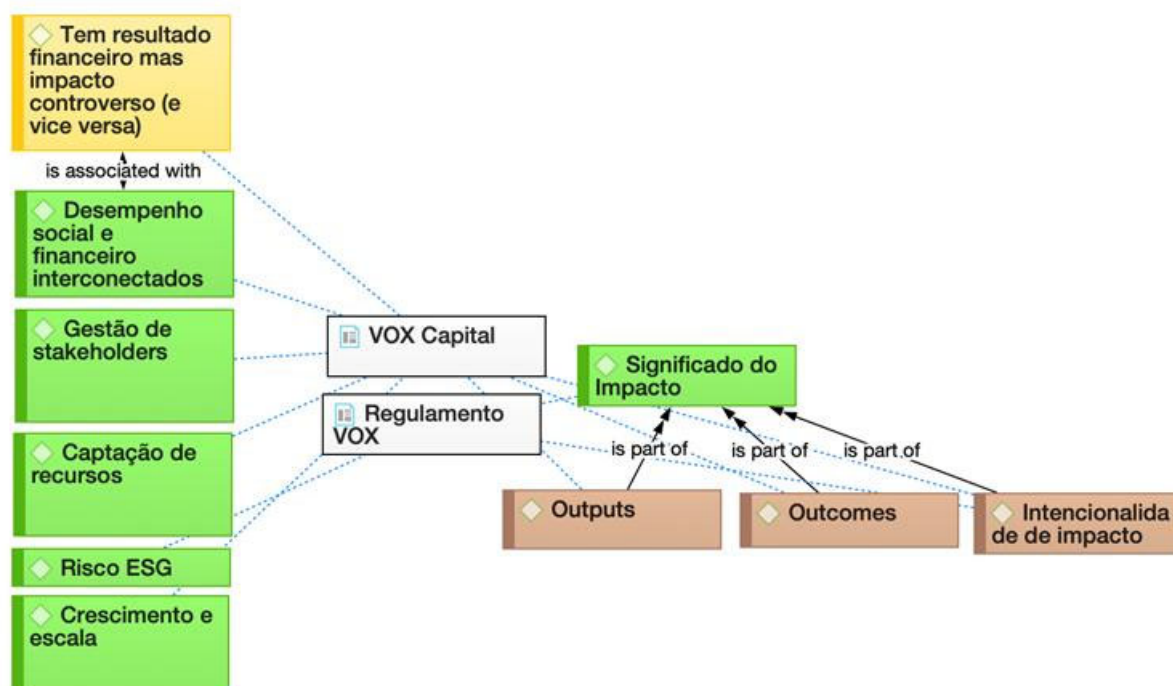
Por fim, no Relatório 2020 da VOX também são mencionados os riscos ASG (ambiental, social e governança), em queé preciso alinhar a visão de investimento de impacto em consonância com a agenda ASG, como parte de seu dever fiduciário.

Como estratégia para fortalecer nossa abordagem integrada em investimento de impacto, as nossas práticas ASG também ganham força. Neste momento de crescimento pelo qual passamos, reconhecemos a necessidade de aprofundar tanto o nosso trabalho interno com governança, aspectos sociais e ambientais, quanto em fortalecer ainda mais nosso apoio às empresas investidas para que gerenciem melhor essas políticas e ações. Estudamos o tema em profundidade e iremos incrementar cada vez mais nossa atuação responsável e coerente na gestão sustentável de organizações. Relatório VOX 2020, 2020).

Conforme representado na Figura 13, constatamos que os potenciais conflitos são mitigados quando a intencionalidade do fundo fica clara, tanto do lado financeiro quando do lado do impacto. Como a VOX foi um dos pioneiros, observa-se um potencial conflito é: a) captação de recursos, que foi visto na dificuldade de captar para o primeiro fundo e o dilema do posicionamento junto aos seus investidores (argumentos comerciais *versus* sociais, além disso foram identificados potenciais conflitos e tensões b) o equilíbrio entre desempenho social e financeiro e, neste caso, o desafio de ter resultado financeiro sem impacto controverso; c) significado do impacto, sendo que este parece ser o maior ponto de pressão,

pois ter um resultado financeiro bom, mas com impacto questionável, pode inclusive prejudicar a perenidade do próprio fundo; d) gestão de stakeholders, ainda em função do seu pioneirismo relata-se o conflito sobre a clareza conceitual entre seus stakeholders sobre o que é um investimento desta natureza; e) risco ASG; f) o crescimento e a escala.

Figura 13–Tensões e Conflitos da VOX Capital



Fonte: elaborado pela Autora.

4.1.3.2 Negócio social 3

O negócio social 3 foi fundado em 2014 buscando oferecer conteúdo online de qualidade sobre medicina, fornecendo ferramentas educacionais de qualidade e acessíveis para estudantes e profissionais de saúde. Por meio de uma plataforma online, a empresa oferece conteúdos que apoiam o aprimoramento do desempenho individual dos profissionais, com o intuito de torná-los mais produtivos e assertivos ao longo de toda a jornada da carreira, unindo conhecimento e tecnologia, desde a faculdade até a maturidade profissional. São oferecidos três grandes produtos conforme o momento de cada estudante ou profissional.

A empresa entende que o profissional da saúde é mal servido pois sua educação é cara, usa soluções ainda muito analógicas e tem um *backoffice* deficiente. Assim, a oportunidade para a empresa é, além dos serviços educacionais, oferecer outras soluções que atendam o médico, migrando, no médio prazo, de uma *edutech* para um *medtech*.

Para escalar o negócio buscaram vários investidores. O capital financeiro deveria ajudar a acelerar o negócio, mas precisavam de alinhamento com seus investidores e um dinheiro paciente que ajudasse a construir e escalar. No final conseguiram atrair investidores com diferentes perfis e, em 2018, a companhia fez uma rodada de investimentos série A de valor não revelado, liderada pelos fundos e.Bricks Ventures e VOX Capital.

Para escalar a gente precisava do que vou chamar aqui de paciência, para a gente construir no médio prazo a solução certa, e aí a gente falou assim: o melhor recurso aqui, agora, para a gente, é ter um parceiro que saiba fazer com que a gente escale nesse mundo. Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

Com crescimento exponencial, a empresa foi para a segunda rodada e concluiu em 2020 uma rodada de investimento série B, liderada pela Valor e Venture Capital da DNA Capital, com a participação da VOX Capital e da e.Bricks. Através do novo aporte de capital, a empresa pretende expandir o seu portfólio com soluções que apoiem cada vez mais os profissionais de saúde. O foco do negócio deve estar voltado para o aperfeiçoamento da proposta de valor e alcance da escala, sendo posicionado no nível máximo do *Impactômetro* da VOX Capital.

O Negócio Social 3 relata que não trata os indicadores de impacto e financeiros de forma apartada e as dimensões dos indicadores acompanhados são: cliente, mercado, time e gestão, que trazem valor para o mercado e impacto para sociedade, entretanto, o impacto é deduzido e não está em indicadores específicos, sendo que se mede mais os *outputs* e menos *outcomes*. Os indicadores financeiros ainda são muito relevantes e tendem a pesar mais na gestão diária da empresa, mas o modelo de negócio prevê a democratização do conhecimento médico e o impacto é esperado a longo prazo, mesmo que sem mensurações específicas.

Quando a gente fala de indicadores financeiros e de impacto, acho que a sacada foi: nunca os tratar em *dashboards* diferentes. Então, o que a gente tenta é alinhar para criar impacto para a sociedade, representando o que é sucesso para o negócio. Eu diria que a gente está longe da perfeição aqui, mas a gente tenta fazer com que não tenhamos dois mundos diferentes, porque a tendência é esquecer o impacto. A gente tem quatro dimensões de indicadores, mas sempre olhamos na perspectiva do cliente, do mercado, do time, e também, interno, e da gestão da empresa, para garantir que a gente esteja gerando um valor no mercado alinhado com a estratégia e, ao mesmo tempo, acreditamos que isso tenha um fator de impacto. É direto? Às vezes, impacto está na derivação daquele indicador. (Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

Agora, existem os *outputs* e os *outcomes*. Então, por exemplo, eu quero fazer com que 30%, 40% da base use a nossa plataforma diariamente. Então, isso é um *output*. E o *outcome* é: as pessoas que participarem vão ter sucesso na jornada educacional, vai conseguir ser um estudante melhor na faculdade. Quem está em pós-graduação vai conseguir ser um médico especialista melhor. Sendo muito honesto, a gente está pouco nos *outcomes*, a gente está muito nos *outputs*, porque é o que a gente consegue olhar, por efeito de correlação que a gente vê e com o efeito que a empresa tem feito, a gente assume que a gente está conseguindo ter alguns *outcomes*. Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

O negócio, de alguma forma, ainda fala mais alto do que os indicadores de impacto. Então, a gente sempre tenta ganhar os dois mundos, às vezes você não consegue ganhar completamente, mas o negócio sempre tem pesado mais. A gente acredita... talvez eu não vá conseguir metrificar o impacto agora, mas, se eu executar bem, eu vou chegar lá. No caso da nossa empresa, a gente está democratizando o acesso a conhecimento médico, que é caro para caramba, para depois democratizar o acesso à saúde, o acesso à medicina, para a medicina sair muito mais barata para todo mundo. (Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

O alinhamento com os investidores é colocado como um mitigante para potenciais conflitos e tensões. Um potencial dilema, por exemplo, poderia ser o valor cobrado pelos serviços. Mercadologicamente falando, seria possível cobrar uma parcela maior, entretanto foi pré-estabelecido com os investidores que, para o médio e longo prazo, a melhor decisão é democratizar o conhecimento e serviços aos profissionais da saúde e estreitar o relacionamento com eles. Esse relacionamento próximo tende a trazer mais impacto positivo e desempenho financeiro no futuro.

A gente tinha todo o racional para duplicar ou triplicar o valor do nosso serviço e a gente falou assim: - não, agora é o momento de ganhar relação com o médico e de expandir a marca com esses médicos, porque eu estou imprimando na cabeça dele a opcionalidade de ele continuar conosco. Além disso quero democratizar conhecimento médico. Eu quero ser mais acessível. Então, como esses combinados estavam meio que estabelecidos, a gente não teve um dilema tão claro. Mas esse é o tipo de coisa que, quando obviamente é questionada, às vezes se pergunta e tal, a gente sempre traz um pouco mais dessas premissas, desses pressupostos da companhia. (Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

Como parte de sua governança corporativa possuem o Conselho com membros com diferentes expertises que representa um grande ativo para a organização. Além disso possuem Comitês de estratégia, pessoas e finanças e emitem relatórios periodicamente.

No nosso Conselho temos uma diversidade intelectual muito forte com um fundo tradicional, mais financista, com a VOX, um fundo de impacto, e um empreendedor, que tinha uma trajetória de sucesso. Foi muito rico para a gente. Eu diria que virou um dos principais ativos de gestão da gente, que foi essa relação com os investidores. (Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

Além da governança formal, as relações informais e as relações de confiança se mostram muito poderosas para a troca de informação e construção da parceria, especialmente num negócio que tem uma tese sobre o impacto no longo prazo. A tese de investimentos busca um retorno para os próximos 15-20 anos e não 5 anos. Assim, a operação no hoje tem que ter uma sustentabilidade financeira mínima com *milestones* previamente acordados com os investidores, mas tem que ter uma estratégia que permita gerar valor no longo prazo.

No nosso caso aqui, a gente aprendeu que a gente está querendo comprar tempo, é uma tese de 15 anos, e não de cinco anos. De 15, 20 anos, para se tornar uma empresa de 100 anos, mas a gente precisa fazer os 20 anos muito bem. A gente sempre falou isso. O médico vai passar por uma transformação, não é agora, vou ocupar espaços dele, vou ganhar relação com ele, para ter a chance de ser a empresa que vai fazer a transformação digital desse médico. Não vai vir rápido, nem adianta.

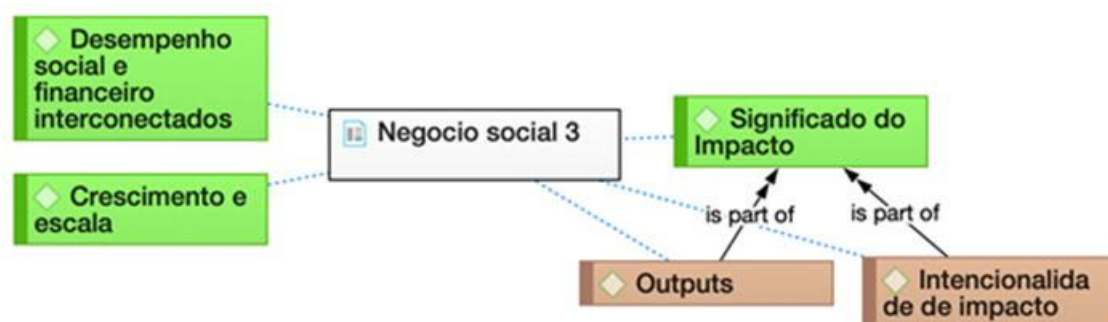
(Entrevistado 1 – Negócio Social 3, 2021).

A visão de longo prazo da empresa parece ser a forma de evitar conflitos ou tensões, pois há uma tese de investimento clara que se projeta para os próximos 10 anos e que pode trazer resultado financeiro e ainda mais impacto.

Se eu pudesse ser mais agressivo, eu seria. Se eu pudesse ter mais abundância (de recursos financeiros) aqui, eu acho que seria bom para todo mundo. Mas eu seria acessível, no sentido de ser mais acessível ainda do que eu sou, de ser mais agressivo do ponto de vista de aquisição de clientes, de trazer um time sênior executivo mais rápido para a companhia, eu queria trazer mais isso, mas eu sei que eu tenho que também trazer receita. Então, de alguma forma, eu vou equilibrando essas coisinhas, mas todo mundo está convencido de que esse negócio é para longo prazo. As finanças, basicamente, é para fazer o negócio minimamente parar de pé, viver os próximos 24, 36 meses, trazer alguns indicadores que aumentem o *valuation* para quem tiver que sair antes, mas todo mundo alinhado de que o principal valor está nos próximos dez anos.(Entrevistado 1 – Negócio Social 3,2021).

Na Figura 14 é possível ver a representação de que para o Negócio 3 foi importante identificar um investidor muito alinhado e disposto a pensar no médio e longo prazo pois toda a tese de investimento está voltada para os próximos 10-15 anos. Segundo a empresa os principais conflitos e tensões estão relacionados a) crescimento e escala, encontrando os investidores alinhados com a tese de investimentos; b) desempenho social e financeiro interconectados e, neste caso, o querer adiantar o retorno financeiro, seja pelo valor dos serviços cobrados ou pela estratégia do modelo de negócio. Assim, voltar para as premissas e a tese de investimentos é sempre importante para não desviar o caminho em relação ao impacto e ao planejamento estratégico da empresa. A empresa mede seus *outputs*, e o impacto e *outcomes* estão na derivação e não em indicadores específicos.

Figura 14–Tensões e Conflitos do Negócio Social 3



Fonte: elaborado pela Autora.

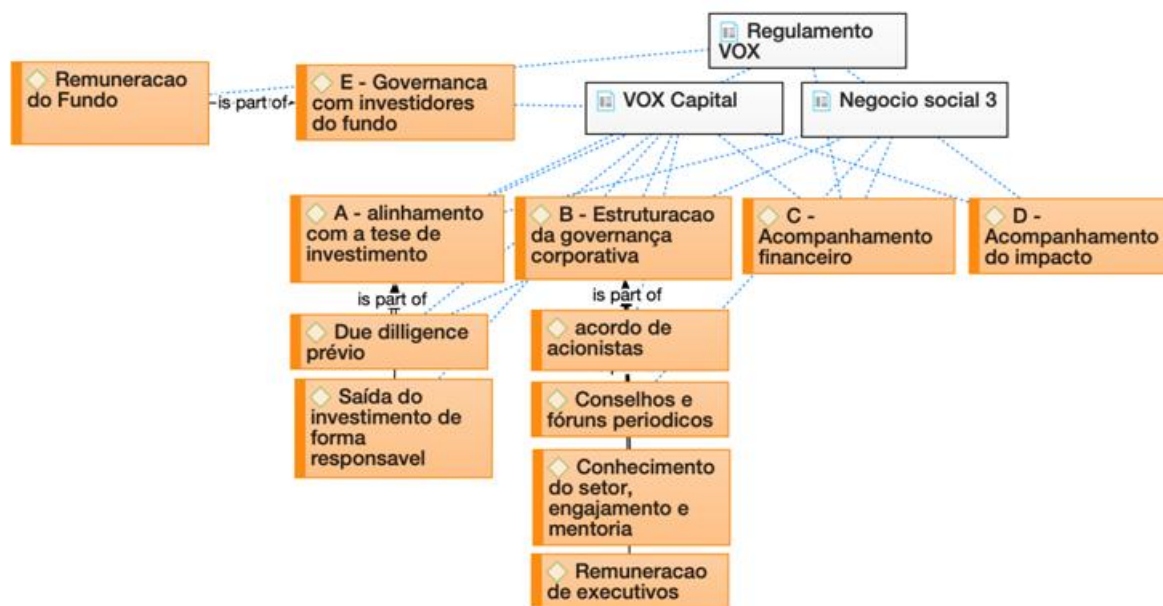
”

4.1.3.3 VOX Capital x Negócio social 3

Quando comparamos os potenciais conflitos e tensões da VOX Capital e do Negócio Social 3, percebe-se que caso a intencionalidade e a tese de investimento não estejam claras, podem emergir conflitos ligados ao impacto esperado e ao modelo de negócio. A estratégia de captação de recursos e o modelo de crescimento e escala são pontos-chaves, sendo que o resultado financeiro é colocado como imprescindível, mesmo que no longo prazo, mas sem perder de vista o impacto do negócio. A gestão dos *stakeholders* e os riscos ASG também são outros potenciais conflitos e tensões.

Além dos potenciais conflitos e tensões, também foram identificados os mecanismos de monitoramento e controle utilizados e/ou relatados pelas duas organizações conforme a Figura 15 e que serão aprofundados mais adiante de forma consolidada.

Figura 15–Mecanismos de monitoramento e Controle da VOX Capital e Negócio social 3



Fonte: elaborado pela Autora.

4.2 ANÁLISES COMPLEMENTARES PARA DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDORES DOS FUNDOS

Para complementar os estudos de caso foram entrevistados três investidores qualificados de fundos de impacto: um investidor pessoa física (que investe no Fundo de Investimento 3 e diretamente Negócio Social 1), um *family office* (que investe nos Fundos de

Investimentos 1, 2 e 3) e um banco multilateral (que investe no Fundo de Investimento 3), conforme demonstrado na Figura 16.

Figura 16–Análises complementares: PF, *Family office* e banco multilateral



Fonte: elaborado pela Autora.

4.2.1 Investidor pessoa física

O investidor pessoa física entrevistado investe junto com a sua família, mas não operam via um *family office*. O investidor colocou seu capital nos Fundos 1 e 2 da VOX Capital, no Negócio social 1, por meio de sua empresa, num *crowdfunding* e num fundo de impacto mais recente no mercado. O maior foco da entrevista foi sobre o investimento na VOX Capital, mas os outros mecanismos também foram explorados, comparando abordagens e formas de atuação.

O primeiro investimento foi na VOX Capital a partir de uma interação direta com um dos fundadores do fundo. Na época o investidor menciona que não tinha entendimento sobre o que significava negócios sociais, mas que concordou com o investimento pois fazia sentido conforme sua trajetória pessoal e profissional. De lá para cá, o investidor entende que o mercado de investimentos de impacto evoluiu muito, que não segrega o que é desempenho social e retorno financeiro, e a visão de longo prazo é o motivador para fazer este tipo de investimento.

Vamos investir em negócios que vão resolver problemas sociais e sem compartimentalizar a questão do lucro ou do social. Eu nunca separei as duas coisas, mas acho que muitos separam. Porque eu vejo muita gente assim: "Qual vai ser o retorno? Em quanto tempo?", ou considera fundo perdido. Para mim, é uma opção de investimento que junta as duas coisas. É mais ou menos o

seguinte: eu posso fazer investimento de longo prazo? Posso. Posso ir ao banco, posso ir na Asset XYZ, posso ir em um monte de lugar. Mas se vou fazer um investimento de longo prazo, por que que eu não faço um fundo que investe em negócios de impacto? Além do investimento ser de longo prazo e eu receber um retorno lá na frente, esse negócio está resolvendo alguma coisa. Então para mim, eu diria, é simples assim. (Investidor Pessoa Física, 2021).

O investidor aplica seus recursos em dois fundos de venture capital, sendo que um deles é mais recente no mercado; e o investidor percebe como o tema vem evoluindo inclusive na argumentação de venda para atrair novos investidores e não competir com dinheiro de filantropia.

Porque tem que atrair a pessoa pela razão certa. Eu acho que isso foi uma coisa que realmente evoluiu, e hoje eu acho que o argumento, eu diria, é o seguinte: tem que ser 50/50 (financeiro e social), mas o lado social tem que ser passado de um jeito muito assertivo, porque senão acontece o que todo mundo reclama, as pessoas ficam assim: A cultura de doação ficou com ciúmes do tema Investimento de impacto porque diluiu ao invés de doar. São coisas totalmente diferentes. (Investidor Pessoa Física, 2021).

Os mecanismos de governança também são bem alinhados. Em ambos os investimentos, participam das assembleias, recebem relatórios e trimestralmente mandam toda a documentação. A VOX Capital já teve um relacionamento mais pessoal, com eventos de relacionamento, mas hoje é mais formal. Parte disso se deve pelo crescimento de número de investidores, mas também por experiências passadas e por ter sido pioneiro no ecossistema de investimentos de impacto.

Lá atrás a VOX tinha um relacionamento muito mais pessoal, próximo com o investidor, sabe? Acho que a VOX também sofreu um pouco de ser a primeira, então ela fez muita coisa muito legal que não tinha a audiência que deveria ter. Ela fazia café da manhã com as empresas e ia super pouca gente. Eu entendo essa dor... hoje, talvez se ela fizesse isso, ia bombar de gente. Mas eles deixaram de fazer. Perdeu um pouco esse lado. A VOX tem uma formalidade, ela manda os relatórios, tem a assembleia anual, mas ficou bem mais comercial. (Investidor Pessoa Física, 2021).

O investidor também faz um relato sobre o seu investimento direto no Negócio Social 1 que vem numa crescente para aumentar a escala do negócio. Existe a reflexão sobre o quanto é realmente possível escalar rápido, manter a qualidade e, conseqüentemente, o impacto. Este é um dilema que precisa ser considerado e talvez tenha ficado mais em evidência, pois o investimento foi direto e com muita proximidade de sua operação, o que não acontece em caso de investidores em fundos.

Eu não acredito nesse mundo em que o negócio de impacto vai dar certo contando com rodada de investimento. Eles pivotaram o negócio deles, foram para a parte *corporate*, para conseguir passar pela pandemia... eu acho legal. O que vem um outro questionamento, se quando você pivota uma empresa e ela deixa de gerar impacto conforme o inicial, como que você analisa isso ou não?

Eu tenho medo da palavra, é escalar. Impacto e escala. Aí você escala para falar que tem xxx unidades, mas se ninguém aprendeu, não adianta.(Investidor Pessoa Física, 2021).

4.2.2 Family office

O *Family office* entrevistado conta com cerca de R\$ 60 bi sob gestão (cerca de 60% local e 40% internacional) e faz parte de uma holding financeira internacional que, por sua parte, tem bastante experiência com os investimentos ASG e de impacto.

Clientes do *Family office* colocaram dinheiro na Yunus Negócios Social, MOV Investimentos e VOX Capital. Os valores relativamente baixos e a forma de abordagem com os clientes foi caso a caso, pois todos conheciam tais fundos, tinham clareza de seu propósito e o potencial retorno financeiro. O *Family office* afirma que uma das razões para os investimentos serem baixos é porque não há muita demanda, ainda há clientes céticos e porque investimentos de impacto se confundem com filantropia. Entretanto espera-se que os volumes aumentem nos próximos anos, especialmente considerando a troca de gerações donas do capital e os novos comportamentos sociais que vem ganhando relevância.

A gente tem enviado comunicados do que a gente tem feito internamente. E isso vai gerando nos clientes um pouco mais de curiosidade. Alguns falam: "eu prefiro fazer doações para a ONG que eu conheço", eles acham que isso não faz parte do nosso business, eles veem de uma forma totalmente diferente. Alguns ainda falam: "bom, mas isso aí é só para inglês ver, não serve para nada, tenho certeza de que não funciona". E outros dizem: "nem sabia que dava para eu atrelar o meu dinheiro com alguma causa. Sou da área comercial então percebo que nas as reuniões que participam a segunda geração ou com a presença de mulheres, vem esse tema. E, como aqui no Brasil o recurso está passando da primeira para a segunda geração, isso aí é uma coisa intrínseca. Quando você se senta com um herdeiro, ele pergunta: "mas o que o meu patrimônio está nutriendo? Eu estou nutriendo um mundo melhor?(Entrevistado do Family office, 2021).

Para os clientes com alocação nos fundos em questão, o *Family office* mostra o retorno financeiro e o retorno socioambiental, conforme os relatórios de cada investimento de impacto. Para os Fundos VOX e MOV havia uma expectativa de um retorno financeiro maior que, em alguns momentos, não alcançou o esperado, gerando desconforto. Felizmente, essa curva de retorno foi recuperada recentemente.

Eu acho que, no caso da VOX e da MOV, é um pouquinho diferente. Teve um período ali em que as rentabilidades não foram tão boas, e que gerou um desconforto sim, por conta dos cotistas, porque eles esperavam algo a mais.(Entrevistado do Family office, 2021).

Por outro lado, de forma geral, os *Family offices* precisam melhorar sua argumentação na venda de investimentos de impacto trazendo transparência sobre o que significa um

negócio social e sobre os resultados financeiros e de impacto. Por parte dos clientes, ainda há pouco entendimento sobre o que é um negócio social e como se diferencia de outros negócios.

Os *family offices* em si precisam se sofisticar mais para conseguir dar um pouco mais de transparência e *disclaimer* para os clientes, nesse sentido de impacto mesmo, porque hoje a gente ainda olha muito para informação bem financeira. Um outro desafio que a gente tem na venda do produto é até na definição, porque chega muito cliente que fala assim: "mas investir em uma empresa que gera não sei quantos mil empregos não é impacto?", e você fica com uma dificuldade muito grande, porque aí fica em uma conversa que gerar impacto está focado com empresas pequenininhas, *slumdogs*, aqueles que vão ajudar sempre os que estão necessitados, e uma das perguntas que eu mais ouvia no ano de 2020 era assim: "a empresa que vai mais gerar impacto no ano de 2020 vai ser uma empresa que desenvolver a vacina para o coronavírus. Então, se eu estou investindo lá na empresa xxx, por exemplo, isso não deveria ser impacto?", e aí a gente tem essa dificuldade, sabe? De como classificar, como vender.(Entrevistado do Family office, 2021).

Por fim, o *family office* afirma que precisa se estruturar para poder atuar no tema de forma mais consistente incorporando as questões ligadas a sustentabilidade não somente na oferta do produto, mas na estratégia como um todo.

Não adianta ter produto, é o processo, você tem que ser uma asset, uma empresa, um family office conhecido pela sua característica de sustentabilidade, de ASG e tudo mais", então, a gente começou... esse grupo de sustentabilidade começou pelo DNA (do Family office).(Entrevistado do Family office,2021).

4.2.3 Banco multilateral

O banco multilateral entrevistado tem um braço com o mandato de pilotar soluções inovadoras de *startups* ou pequenas empresas, que possam servir ao setor público ou às grandes corporações, com impacto social e/ou ambiental. Faz isso por meio de doações ou por meio de investimentos. O pilar de doação trabalha mais com empreendimentos sociais com objetivos de negócios que ainda não têm uma fonte de receita recorrente e sustentável; e o pilar de investimentos trabalha com empresas que já possuem um produto minimamente viável, podendo apoiar por meio de investimento direto, *equity*, empréstimos ou dívidas conversíveis, por exemplo, ou por meio de fundos de *venture capital*. O banco multilateral já trabalha dessa forma há 20 anos, já apoiou mais de 90 fundos, que têm em comum gerar retorno e impacto social ou ambiental para a sociedade onde ela opera, entretanto, a maioria desses fundos nem sempre se intitulam como fundos de impacto.

O impacto é colocado como premissa escolha dos seus investimentos. Eles entram como investidores minoritários, pois a grande intenção é influenciar os atores envolvidos, seja a empresa ou os outros investidores participantes, além de influenciarem o ecossistema fazendo o chamado para outros investidores também entrarem.

O impacto é fundamental, isso é parte da parte da nossa meta, do nosso mandato; eu recebo muitas propostas de startups superlegais, uma startup de real estate, que a população beneficiada por aquele serviço ou aquele serviço não tem nada a ver com o meu público-alvo ou não tem impacto ambiental ou não tem impacto social. Se não tem nenhuma das duas coisas, fica muito difícil para eu apoiar essa empresa. Geralmente nós somos investidores minoritários nos fundos e geralmente somos também minoritários nas empresas. Por quê? Porque eu não quero dominar as empresas, eu quero influenciar as empresas, eu não quero dominar o fundo, eu quero influenciar o fundo e os outros investidores que se sentam no bonde com a gente. A gente começa a ver que o nosso papel é meio que desbravar o mercado de investimento para diferentes tipos de impacto; a gente tenta empurrar o mercado para onde ele não está querendo ir e a gente empurra sendo o primeiro a investir, a gente fala: Toma um cheque de 5 milhões aqui nesse tema. Quem que vem comigo?(Entrevistado do Banco Multilateral, 2021).

Os investimentos precisam ter retorno financeiro, mas o valor agregado do banco multilateral é ajudar uma empresa ou um fundo realmente levar o impacto à sério, como mensurar, avaliar, reportar e tomar decisões pró impacto. Ele é um banco de desenvolvimento e não vai competir com bancos comerciais; ele quer entrar naqueles setores ou negócios que têm dificuldade de ter acesso ao capital.

Nosso valor agregado não é o financeiro, não é e nem nunca será e não deve ser financeiro. O nosso aporte é outro, é justamente essa pegada de ajudar a empresa ou ao fundo realmente levar o impacto a sério, como mensurar o impacto, como avaliar o impacto, como reportar o impacto, como se focar no impacto, de fato. O meu papel não é competir com o banco XXX, o meu papel é ir para onde o banco XXX não quer ir e fazê-lo ir para lá. É diferente. Então se eu estou em um deal onde eu vejo que o banco XXX está competindo comigo, eu sou o primeiro a sair. Uma coisa muito importante para você saber, a gente tem que fazer impacto e ganhar dinheiro ao mesmo tempo, não tem um ou outro ou ganhar mais dinheiro, é um ou outro sempre, os dois sempre vão acompanhados, eu não consigo entrar em um deal só por conta de dinheiro ou só por conta de impacto.(Entrevistado do Banco Multilateral, 2021).

Para garantir que o impacto e o retorno financeiro caminhem juntos, as condições são estabelecidas em contrato e os desembolsos financeiros acontecem conforme os objetivos sociais, ambientais e financeiros são alcançados, gerando assim o incentivo correto para o alinhamento, mas também um acompanhamento próximo do cliente para que efetivamente ele alcance os resultados esperados.

O termo também abrange questões ambientais e ou sociais, então vou te dar um exemplo: eu tento amarrar os desembolsos a indicadores financeiros e não financeiros. Vou te explicar, por exemplo: no primeiro desembolso, ele fala assim: "não, mas eu vou ter a certificação DIM", "então eu vou te dar o primeiro desembolso, depois que um: você tiver a sua receita, chegou até tal e quando você conseguir a sua certificação DIM, pode ser?", aí eu dou o primeiro desembolso e aí vai. "Ah, mas eu vou beneficiar não sei quantas (mães) "então vamos fazer o seguinte, eu vou te soltar um segundo desembolso sob duas condições: uma, se o seu EBITDA está em x e se você conseguir atingir aquele número de mulheres beneficiadas que você falou que ia atingir com a sua operação". Aí eu faço o desembolso. Então a gente amarra o desembolso ao desempenho social ou ambiental e financeiro e a gente vai acompanhando. Dá problema? As vezes dá, lógico, principalmente nesses mercados mais nascentes, mas aí que vem o nosso valor agregado, eu falo muito com os nossos clientes. Porque o nosso objetivo, quando a gente assina o contrato com a empresa, é porque a gente realmente acha que aquela empresa vai fazer uma diferença, uma sociedade, então a gente tenta

fazer de tudo, uma vez que a gente passou por tudo, pela aprovação, pela assinatura de contrato, para aquilo dar certo. Então a gente é muito parceiro, essa é a grande diferença, a gente é muito parceiro dos fundos, muito parceiro das empresas.(Entrevistado do Banco Multilateral, 2021).

O mesmo acontece quando investem nos fundos, apesar de ter menos controle, eles também acompanham os indicadores e diluem o risco com os outros investidores, exigem um relatório socioambiental todos os anos, participam como observadores dos comitês de investimento dos fundos e participam das reuniões de Conselho dos Fundos.

Por último vale destacar que o fundo multilateral tem um dever fiduciário com os seus investidores ou doadores, tendo que estar bem atento ao seu mandato e ao contexto internacional.

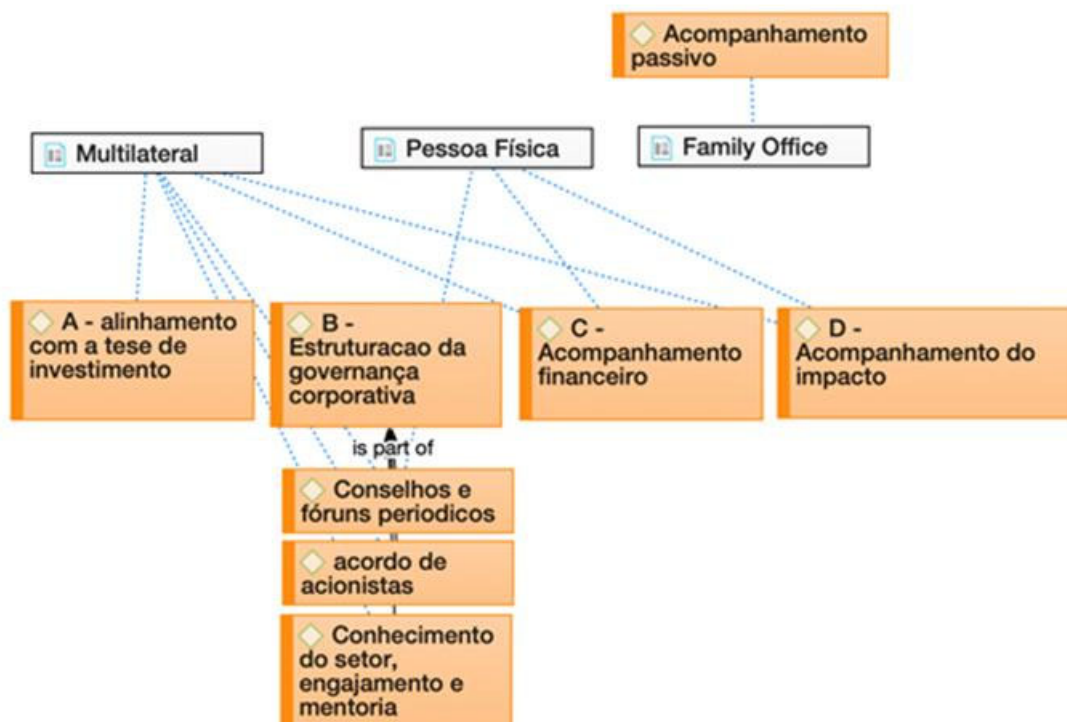
Eu brinco que nós somos diplomatas com background financeiro porque o nosso board é composto por representantes de 48 países diferentes, todo mundo tem voto e voz no nosso board, então a gente tem que estar sempre muito atento a política econômica dos países, ao mesmo tempo que a gente tem que ver a questão financeira do deal... a gente tem que fazer impacto e ganhar dinheiro ao mesmo tempo.(Entrevistado do Banco Multilateral, 2021).

4.2.4 Análises sobre Investidor Pessoa física, Family office e banco multilateral

Primeiramente é preciso constatar que além de termos três tipos de investidores, o nível de maturidade é diferente. O banco multilateral, sem dúvida, é o que trabalha há mais tempo no tema, mesmo antes de ter a denominação de investimentos de impacto, e criou mecanismos que ajudam a escolher os investimentos e se relacionar com os fundos e as empresas investidas. A pessoa física tem menos tempo de estrada e acompanha os resultados de diferentes formas. Já o *Family office* está no início de sua jornada e seus clientes conhecem muito pouco sobre o tema, o que aumenta a pressão em caso de resultados financeiros abaixo do esperado. Esta constatação não pode ser generalizada para todos os *Family offices*, mas sim pode ser considerada para aqueles investidores que estão no início de sua jornada.

Na Figura 17 representa-se os principais mecanismos utilizados pelos investidores para o acompanhamento de seus investimentos e fica claro que quanto maior a maturidade e a necessidade de diligência, mais mecanismos de acompanhamento e controle.

Figura 17–Mecanismos de controle e monitoramento por tipo de investidor



Fonte: elaborado pela Autora.

5 DISCUSSÃO

5.1 CARACTERÍSTICAS DAS TENSÕES E CONFLITOS

A Teoria da Agência traça quais são os potenciais pontos de conflitos entre o investidor (principal) e o agente (gestor): 1) o investidor pode ter dificuldade de verificar a performance do agente; 2) ambos podem não estar alinhados. Assim, estabelecem-se contratos, incentivos e mecanismos de monitoramento e controle para dar eficiência a essa relação e diminuir os conflitos de agência (Eisenhardt, 1989).

Nesta pesquisa investigamos os investidores de impacto e os negócios sociais que, por sua dualidade de objetivos, apresentam tensões, dilemas e demandas conflitivas, interrelacionadas e que reaparecem com o passar do tempo (Lewis, 2000; Smith & Lewis, 2011); e que podem gerar também os conflitos de agência. Nesse contexto, avaliou-se se tais conflitos e tensões variam conforme o tipo de mecanismo financeiro, perfil e tipo de investidores (Viviani & Maurel, 2019).

Nas referências teóricas foram mapeados artigos que exploram as tensões dos negócios sociais e, dentre estas, foram extraídas tensões específicas entre investidor e negócio investido e que podem gerar conflitos de agência: desempenho social e financeiro (Smith, Gonin, & Besharov, 2013), gestão de *stakeholders* (Smith, Gonin, & Besharov, 2013), mensuração do impacto (Höchstädter & Scheck, 2015; Viviani & Maurel, 2019; Agrawal & Hockert, 2019), crescimento/escala (Smith, Gonin, & Besharov, 2013), captação de recursos (Battilana et al., 2012; Battilana, 2018), uso legítimo dos lucros/distribuição dos dividendos (Pache & Santos, 2013).

Nos estudos de casos estudados foram observadas todas as tensões e conflitos mapeados no referencial teórico e outras adicionais. Na Figura 18 é possível visualizar os conflitos e tensões mapeados.

Figura 18–Potenciais tensões e conflitos:geral

Potenciais tensões e conflitos			
Captação de recursos	Crescimento e escala	Uso legítimo dos lucros e distribuição de dividendos	Significado do impacto
Gestão do Negócio	Postura do investidor	Tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira	Tem resultado financeiro, mas impacto controverso
<i>Debtholder x Shareholder</i>	Gestão de <i>Stakeholders</i>		Riscos ASG

Fonte: elaborado pela Autora.

- O desempenho social e financeiro é uma constante e sua característica é o desafio de interconectar os indicadores sociais e financeiros. É uma resposta quase unânime que ambos os indicadores precisam ter uma relação de interdependência. Nesse sentido dois tipos de conflitos são apontados: 1) tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira ou 2) tem resultado financeiro, mas tem impacto controverso. Esses dois exemplos são encontrados em nossos casos e, para ambos, os mecanismos de governança são acionados seja pela atuação direta nos Conselhos ou até a saída do investimento. Não encontrar caminhos viáveis trazem conflitos adicionais entre ambos, mas, como vamos ver posteriormente, pode trazer inovações para o modelo de negócio.

- O crescimento e a escala sem esvaziar a missão do negócio social é uma tensão presente em todos os estudos de caso. O constante diálogo e alinhamento entre investidores e empresas, os mecanismos de governança e a tese de investimentos são colocados como mitigantes dos potenciais conflitos. Este item também está muito relacionado a tensão do desempenho.

- A gestão de *stakeholders* aparece de duas formas em nossos estudos de caso. No estudo de caso 2 aparece com o desafio de alinhar simultaneamente os interesses dos investidores e dos outros parceiros estratégicos; e no caso 3 aparece especialmente no início do fundo, quando vários investidores entram no fundo da VOX, mas também em outros que possuem abordagens diferentes. Constata-se que os fundos têm intencionalidades diferentes, mas por falta de clareza conceitual são comparados como iguais, gerando questionamentos e potenciais riscos reputacionais. O diálogo e a transparência são colocados como mecanismos para mitigar tais riscos.

- No quesito impacto observa-se que a mensuração conta, mas o primeiro passo é o significado do impacto para ambos. O desafio, conjuntamente com as empresas investidas, é analisar *teoria da mudança*, identificar indicadores, *outputs*, *outcomes* e a intencionalidade de impacto. Cada fundo baseia-se em *frameworks* internacionais ou metodologias próprias, mas alinha suas expectativas com cada empresa investida. Posteriormente os mecanismos de monitoramento são aplicados, já que os indicadores são incluídos nos acordos de acionistas e nas taxas de performance, como pôde ser visto nos estudos de casos 2 e 3.

- O uso legítimo dos lucros e a distribuição de dividendos aparece apenas no estudo de caso 1. O fundo se posiciona como *impactfirste* tem regras claras sobre o tema, entretanto, há um potencial conflito na medida que a empresa também tem outros investidores com expectativa de receber dividendos no futuro.

- A captação de recursos aparece tanto do lado do investidor quanto do lado da empresa. Antes da captação, considerando a dificuldade de quantificar risco retorno e a argumentação equilibrada com a lógica sociais e financeira; mas também após o investimento na empresa, pois se a empresa entrar num processo de escala e crescimento pode preferir um investidor tradicional mais estabelecido e com mais recursos financeiros.

Além das tensões já mapeadas no referencial teórico, outros pontos foram encontrados.

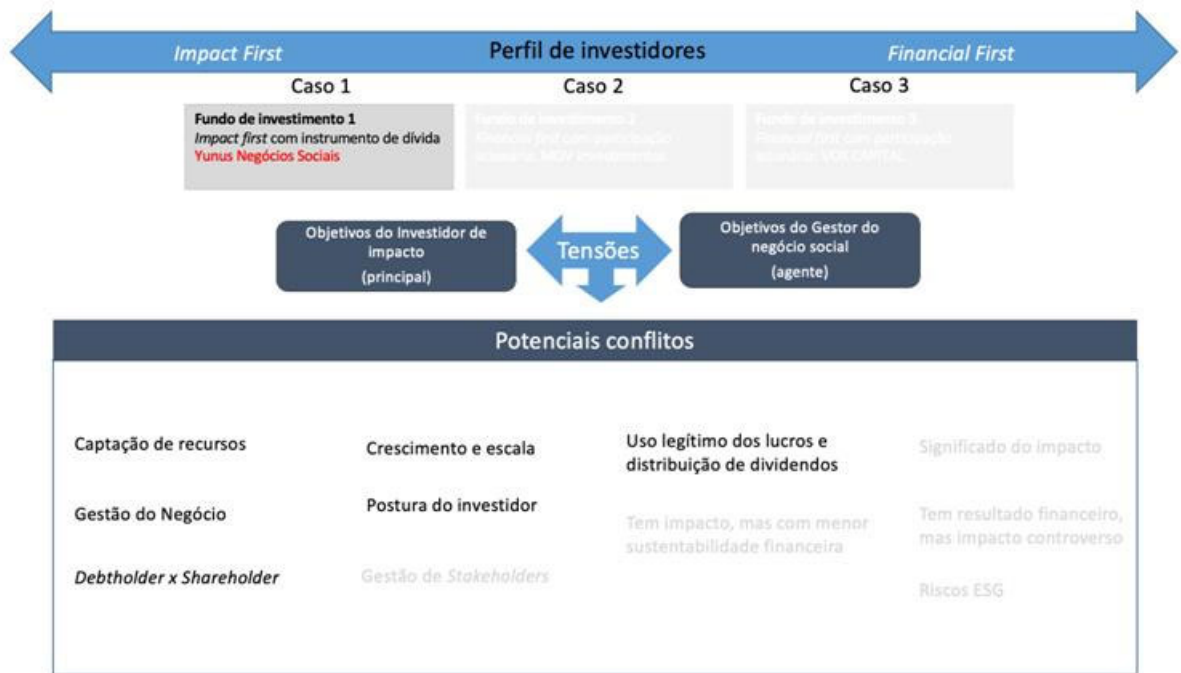
- *Debtholder x Shareholder* é um conflito já mapeado pela Teoria da Agência (Smith & Warner, 1979) e que também aparece no estudo de caso 1. Como veremos a seguir, o tipo de mecanismo financeiro impacta o poder de influência do investidor sobre a empresa investida. O mesmo acontece nos investimentos tradicionais, mas será destacado aqui na medida que aumenta o risco de esvaziamento da missão social (Batillana et al., 2015).

- A análise do Risco ASG (ambiental, social e governança) encontrou-se de forma mais evidente no estudo de caso 2 e 3, é acrescentado a lista na medida que faz parte do dever fiduciário do investidor (Sullivan, 2015). O risco ASG pode implicar em perdas econômico-financeiras e ter uma diligência prévia mitiga riscos e perdas, conforme também bem apontado pelo estudo de caso 2. O risco ASG é colocado como um componente importante de alinhamento com a empresa investida para que a mesma adote as melhores práticas em sua gestão.

- A gestão dos negócios é apontada com um potencial conflito “tradicional”, incluindo acompanhamento do negócio desde o desempenho até a composição do corpo executivo.

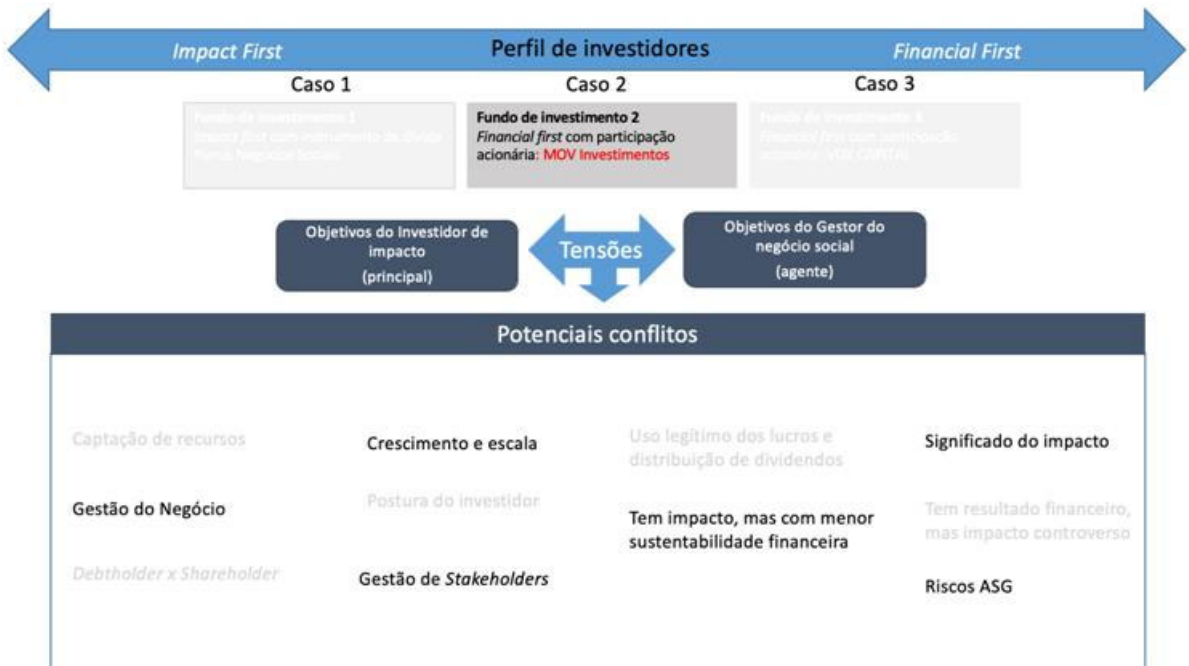
Nas Figuras 19, 20, 21 é possível visualizar os tipos de conflitos e tensões para cada estudo de caso:

Figura 19–Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 1



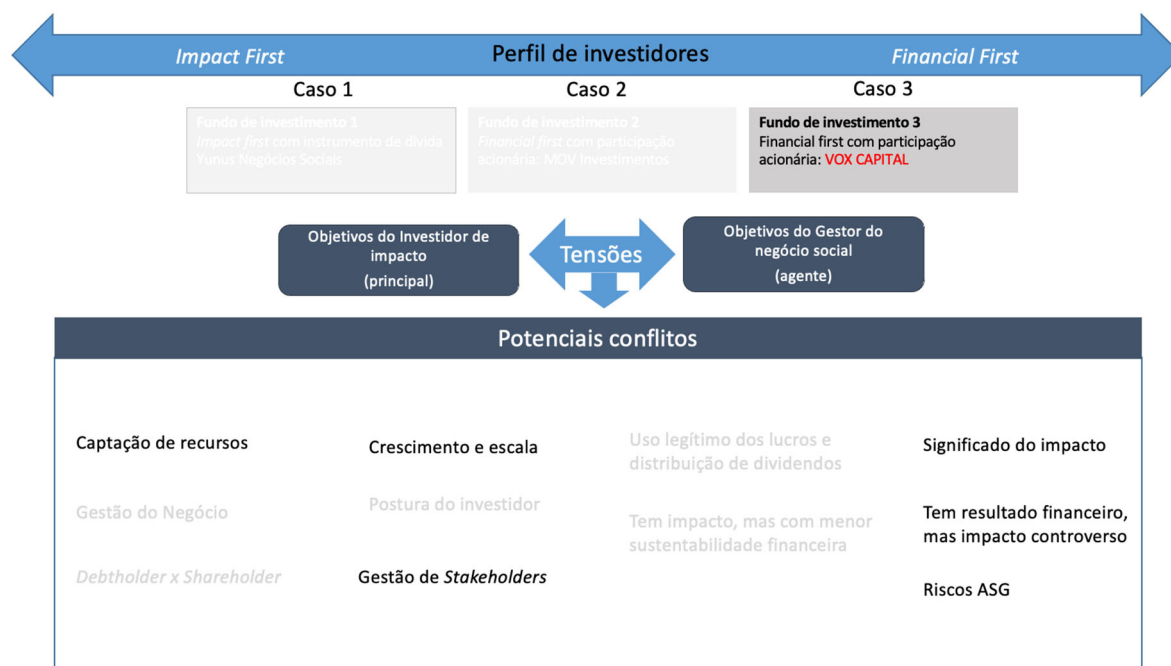
Fonte: elaborado pela Autora.

Figura 20 - Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 2



Fonte: elaborado pela Autora.

Figura 21 - Tensões e conflitos para o Estudo de Caso 3



Fonte: elaborado pela Autora.

5.2 ANÁLISES CONFORME O PERFIL E TIPO DO INVESTIDOR E MECANISMO FINANCEIRO

Não foi possível fazer uma generalização sobre quais são os conflitos mais comuns para cada estudo de caso, mas sim foi possível traçar análises mais amplas buscando diferenças e semelhanças entre as tensões e os conflitos considerando os tipos de mecanismos financeiros, o tipo e o perfil dos investidores assim, adicionalmente, foram formuladas proposições com a interseção dos mesmos com o risco de esvaziar a missão social, potenciais conflitos e a influência sobre o ecossistema. conforme apresenta-se a seguir.

5.2.1 Perfil do investidor

Na revisão bibliográfica foi possível identificar que todos os investidores buscam impacto e resultado financeiro, mas alguns priorizam mais o impacto (*Impact First*) enquanto outros o resultado financeiro (*Financial First*) (Freireich & Fulton, 2009; Höchstädter & Scheck, 2015). Nesse sentido, uma das primeiras atividades de campo dessa pesquisa foi o mapeamento dos fundos de impacto no Brasil para a seleção de casos, e que já trouxe alguns achados sobre o perfil do investidor: *impact first* e *financial first*.

Para a seleção dos estudos de caso foi feito um mapeamento amplo chegando-se a 18 fundos e foi feita uma análise documental de 13 fundos cujo resultado foi apresentado

anteriormente no Quadro 7, no capítulo sobre a Seleção de casos. Nesse mapeamento inicial, foi possível observar que os fundos *Impact first* são mais fáceis de serem identificados, pois colocam isso no seu site e materiais de comunicação. Por outro lado, os fundos *financial first* são mais difíceis de serem identificados, já que não há um posicionamento claro do fundo ou evidências suficientes para tal classificação seja na análise documental ou pelas entrevistas.

No Brasil, a maioria dos fundos de investimentos de impacto usam como mecanismo financeiro a participação nas empresas por meio de *equity*, enquanto os fundos *impact first* usam o mecanismo de dívida, que acaba sendo mais adequado pois não buscam o *upside* de *equity*, ou seja, não buscam o potencial de alta do ativo financeiro, e afirmam que buscam dinheiro de filantropia. Este último pode ter limitações de escala e crescimento já que o volume de recursos de filantropia é menor do que de investimentos.

O primeiro mapeamento de fundos no Brasil já demonstra que a classificação *impactfirst* e *financial first*, descritos por Freireich&Fulton (2009), é incompleta para identificar o perfil do investidor. A classificação é muito binária e a intenção do investidor não fica clara.

Dois casos estudados (VOX Capital e MOV Investimentos) usam o *framework* proposto pelo *Impact Management Project* (IMP), detalhado no referencial teórico, e que busca prover padrões de mensuração, gestão e reporte para investidores e para negócios de impacto. Os dois Fundos classificam os negócios investidos e sua atuação conforme as categorias do IMP, dando maior transparência sobre suas intenções e resultados esperados para o portfólio e para cada negócio. De forma complementar os fundos divulgam nos seus reportes a *teoria da mudança* de seus negócios, assim como os indicadores de *output*, *outcome* e impactos desejados.

Sendo assim, podemos concluir que, para trabalhos futuros, a classificação *impactfirst* ou *financial first* é muito binária, enquanto o IMP dá mais indícios sobre a intenção do investidor e das empresas investidas.

Para esta pesquisa, entende-se que temos representados três perfis de investidores. A Yunus se posiciona como *impactfirst* e MOV e VOX, que podem ser classificados como *financial first*, na medida que afirmam que não oferecem “capital flexível” no framework do IMP. Aprofundando nos estudos de caso 2 e 3 observa-se que o perfil dos investidores também é diferente, na medida que suas teses de investimentos também variam, ou seja, é preciso avaliar também as empresas investidas para compreender o perfil do investidor. A MOV começa investindo em empresas com intencionalidade de impacto clara, mas com baixas receitas ou com outras fontes de entrada, e com um ecossistema e mercado a

serem destravados. Por outro lado, a VOX investe também em empresa com intencionalidade de impacto clara, mas em negócios com maior sustentabilidade financeira e em mercados menos incipientes.

Essa diferença de perfil parece influenciar os conflitos vivenciados. No estudo de caso 2, o impacto esperado parece mais ajustado, mas demanda-se tempo para destravar o mercado e encontrar modelos de negócios com sustentabilidade financeira. É o que chamamos anteriormente de “tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira”. Já no estudo de caso 3, vamos para o oposto, há sustentabilidade financeira, mas o olhar atento para não esvaziar a missão e não investir em negócios com impacto controverso ou questionável no futuro. É o que chamamos anteriormente de “tem sustentabilidade financeira, mas tem impacto controverso”.

Sendo assim, mesmo que ambos os investidores sejam considerados *financial first*, há diferenças nos perfis; o que influencia diretamente os tipos de conflitos que deverão ser geridos, já que a dualidade de objetivos é uma realidade e sempre se buscará o equilíbrio entre ambos.

Proposição 1: *Investidores com predominância da lógica social tendem a ter mais conflitos sobre como ter sustentabilidade financeira*

Proposição 2: *Investidores com predominância da lógica comercial tendem a ter mais conflitos sobre como manter a sua missão social e não alocar recursos em negócios com impactos controversos ou questionáveis*

Tais proposições são importantes para o investidor reforçar seus mecanismos de monitoramento e controle e mitigar suas tensões e os consequentes conflitos de agência, ou seja, para alguns investidores o controle financeiro será mais relevante que o monitoramento do impacto (e vice-versa).

5.2.2 Tipos de mecanismos financeiros

No Estudo de caso 1 temos o mecanismo de dívida e nos Estudos de caso 2 e 3 temos o mecanismo de *equity*.

O mecanismo de dívida traz o conflito do *debtholders* x *shareholders*. Ao ser um instrumento de dívida, o investidor tem um papel limitado, não faz parte da governança

formal da empresa, eos *convenants* (contratos) são utilizados para alinhar interesses, podendo incluir cláusulas que restringem a emissão de novas dívidas, distribuição de dividendos, fusões e disposição de ativos, diminuindo assim o risco do não pagamento da dívida nos tempos e termos acordados (Smith & Warner, 1979). Vale destacar que no Estudo de caso 1 o conflito *debtholder vs shareholder* é mais percebido pelo negócio investido do que pelo investidor, pois o Negócio Social 1 possui outro investidor de *equity*, o que evidencia o potencial conflito.

Para o caso em questão vemos que há um ponto de atenção. O investidor tem entre seus valores a não distribuição de dividendo, inclusive pautado nas definições de Yunus ((Yunus, Moingeon, & Lehmann-Ortega, 2010); já o Negócio social 1 afirma que seu lucro vem sendo investido para escalar o negócio, entretanto é expectativa de seu investidor de *equity* receber os dividendos no futuro, e que enxerga o recurso da Yunus como uma ponte para crescer e escalar.

No curto prazo, possivelmente o conflito de agência não se concretizará, pois, neste caso, a dívida tende a ser quitada antes da empresa começar a distribuir dividendos. Por outro lado, fica o questionamento se realmente havia um alinhamento de valores entre ambos os atores e se o impacto vem sendo colocado em primeiro lugar conforme o perfil *impact first* do investidor, que afirma que buscam dar eficiência para sua filantropia. Este ponto também é reforçado pelo investidor pessoa física que investe diretamente no Negócio social 1 e que mostra sua preocupação entre escalar rápido demais e, conseqüentemente, perder qualidade e impacto. Evidenciando assim o risco de o negócio social esvaziar a missão social (Batillana et al., 2015).

Tal análise nos leva a constatação de que o mecanismo de dívida em um negócio social vai incorrer nos mesmos conflitos de agência que temos em empresas tradicionais, mas, por não fazer parte da governança da empresa e ter um papel limitado sobre a empresa, não tem o mesmo poder de influência para que o impacto seja variável determinante no modelo de negócio, correndo o risco do esvaziamento da missão social.

Proposição 3: O mecanismo de dívida pode não ter o mesmo poder de influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social

Nos Estudos de caso 2 e 3, os investidores usam como mecanismo financeiro o fundo de participação (*equity*) e vemos que os potenciais conflitos de agência estão ligados ao alinhamento de valores e expectativas e o equilíbrio do desempenho (social e financeiro) do negócio. Ambos dispõem de uma série de mecanismos de controle, incentivos e métodos de

monitoramento para mitigar os riscos de agência e direcionar o negócio (Jensen & Meckling, 1979); e tais mecanismos servem de fato para mitigar os conflitos, mas também para diminuir o risco de esvaziamento da missão social (Batillana et al., 2015).

A busca pelo equilíbrio das lógicas comerciais e sociais podem gerar novas soluções sociais ou formas de escala (Pache & Santos, 2013) e promover aprendizagem, criatividade, flexibilidade e resiliência (Walchhütter & Iizuka, 2019). O mecanismo de *equity* permite que os investidores tenham assento no Conselho das empresas, influenciem a tomada de decisões e incluam as variáveis de impacto no acordo de acionistas, tornando-se guardiões do impacto e promovendo a inovação. Tal constatação fica evidente no relato do Negócio social 2, no relato da VOX Capital, que se complementam por outros estudos secundários (Batillana, 2018) e no relato do investidor banco multilateral.

Ter espaços de negociação para discutir *trade-offs* entre as entregas sociais *versus* comerciais ajudam a mitigar as tensões e riscos explicitados (Batillana et al., 2015) e, para nossos dois estudos de caso, as reuniões de Conselho, mentoria formal ou informal, workshops e viagens internacionais são alguns desses mecanismos para evitar o esvaziamento da missão social e promover a inovação.

Proposição 4: *O mecanismo de equity (e de fundos de participação) pode ter maior poder de influência para evitar o esvaziamento da missão social e ainda promover inovação dos modelos de negócio*

5.2.3 Tipo de Investidor

Nos estudos de casos foram selecionados fundos de participação e fundos creditórios, pois são os tipos de investidores atuantes no Brasil de forma estruturada, e foram selecionados três investidores adicionais para permitir a representatividade: um investidor qualificado pessoa física, que investiu na VOX e no Negócio social 1, um investidor institucional, *family office*, que investiu nos três fundos estudados, e um banco multilateral, também investidor institucional, que investiu na VOX. Vale destacar que os dois investidores institucionais possuem mandatos diferentes: o *Family office* com predominância comercial e o banco multilateral com predominância social. Para esta pesquisa não foram identificados fundos de pensão no Brasil que realizam investimentos de impacto e, portanto, não foi possível avaliá-los.

Como já foi mencionado anteriormente, o mercado dos investimentos de impacto é recente e um dos primeiros achados é a diferença do nível de maturidade de cada tipo de

investidor que também influencia nas tensões com os fundos ou as empresas investidas. Observa-se também mais flexibilidade nos *deals* conforme apontado por Ormiston et al. (2015).

O *Family office* está no início de sua jornada. Os clientes que entraram foram proativos na busca por esse tipo de investimento, buscando alinhar seu portfólio a seus valores pessoais (Ormiston et al., 2015). Entretanto, de forma geral, seus clientes conhecem muito pouco sobre o tema, o que tende a aumentar a pressão em caso de resultados financeiros abaixo do esperado. O *Family office* estudado também constata sobre o desafio dos investidores tradicionais entenderem como incluir investimentos de impacto em seus portfólios (Ormiston et al., 2015). Estas constatações não podem ser generalizadas para todos os *Family offices*, pois dependerá da sua maturidade e a de seus clientes no tema.

A pessoa física já tem há um tempo investimentos de impacto, acompanha os resultados por meio de reuniões e os reportes, não relata que busca influenciar a missão social dos negócios, mas sim quer trazer outros investidores para agenda. Observa-se inclusive a preocupação de alinhar seus investimentos a seus valores pessoais (Ormiston et al., 2015). O entendimento sobre a expectativa do impacto e de que os resultados financeiros virão no médio e longo prazo tendem a mitigar os potenciais conflitos.

O banco multilateral trabalha há mais tempo no tema, mesmo antes de ter a denominação de investimentos de impacto, tem mais mecanismos e instrumentos para mitigar tensões e acompanhar os resultados financeiros e sociais de forma próxima. Demonstra sua preocupação com o seu dever fiduciário (Ormiston et al., 2015), não só pelo resultado financeiro, mas principalmente com o impacto positivo dos investimentos e o não esvaziamento da missão social (Batillana et al., 2015). Além disso, entende seu poder de influenciar o ecossistema, trazendo mais investidores para a agenda e sendo um guardião da missão social dos seus investimentos.

Para os três investidores, o nível de maturidade sobre os investimentos de impacto e negócios sociais parece influenciar os potenciais conflitos. No estudo de caso 3, isso também foi relatado pela VOX, um dos pioneiros do mercado, e que no início de sua jornada relata tensões sobre a expectativa do impacto em função do pouco entendimento sobre o tema por parte de seus investidores e outros *stakeholders*.

Proposição 5: *O nível de conhecimento e experiência sobre os investimentos de impacto influencia os potenciais conflitos*

Além disso, um investidor mais maduro, com mandato claro e ciente de seu dever fiduciário, faz com que ele tenha mais mecanismos de controle que evitem o esvaziamento da missão social, e usa o seu negócio como forma de influenciar o ecossistema e aumentar o nível de conhecimento e engajamento de outros investidores. Isso fica evidenciado para o banco multilateral, MOV e VOX, que se engajam em diferentes frentes para aumentar o nível de conhecimento sobre o tema no Brasil. Em suma, percebe-se a preocupação de mover o mercado para expandir a demanda, mas também para evitar conflitos futuros.

Proposição 6: *A maturidade, o mandato e o dever fiduciário do investidor tendem a usar diferentes formas de monitoramento para evitar o risco do esvaziamento da missão social e a influenciar o ecossistema de investimentos de impacto.*

Figura 22–Proposições considerando o perfil do investidor, tipo de mecanismo e tipo de perfil



Fonte: elaborado pela Autora.

5.3 MECANISMOS DE MONITORAMENTO E CONTROLE

Trazendo para o contexto de investimentos de impacto e negócios sociais, a Teoria da Agência pode ajudar a modelar e testar, com premissas mais próximas da realidade, os conflitos de interesse, modelos de governança, incentivos, monitoramento e assimetria de informações, já que a teoria tem contribuição relevante nas formas de alinhamento entre principal e agente (Linder & Foss, 2015). A diferença entre um negócio tradicional e um social é que este último traz à tona a missão social, usando os mecanismos de mercado e tendo

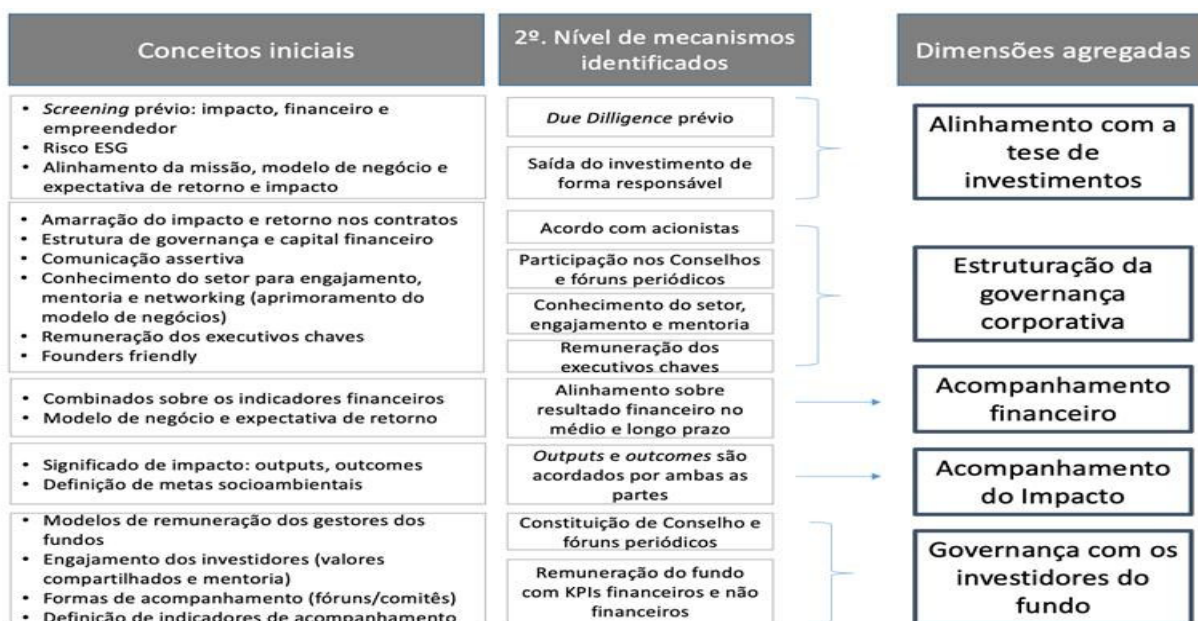
múltiplos "*bottom lines*", ou seja, não apenas o resultado financeiro, o que traz questões específicas que demandam mecanismos de governança (Bendickson et al., 2016).

Na literatura foi possível encontrar os mecanismos presentes na relação entre os investidores e os negócios sociais para equilibrar as lógicas sociais e comerciais: *due diligence* pré investimento, mecanismos de governança corporativa, acompanhamento da missão social e mensuração do impacto, ações de comunicação, engajamento contínuo, espaços de negociação (Bacq, Janssen, & Kickul, 2011; Wilson & Post, 2013; Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014; Battilana et al., 2015; Agrawal & Hockerts, 2019).

Ebrahim, Battilana e Mair (2014) também trazem uma contribuição sobre o papel da governança para minimizar o risco de esvaziar a missão social e propõem três papéis essenciais: 1) monitorar o relacionamento entre as atividades sociais e comerciais, 2) desenvolver controles apropriados para monitorar o desempenho dos agentes (gestores), 3) colocar em práticas formas efetivas de levar *accountability* para os beneficiários.

A contribuição teórica desta pesquisa é validar o que já aparece na literatura e dar um panorama sobre como os mecanismos de monitoramento e controle podem mitigar o conflito de agência e equilibrar as lógicas sociais e comerciais (Mair, Mayer, & Lutz, 2015). Ao avaliar os mecanismos de controle e monitoramento nos três estudos de caso, os mesmos foram categorizados conforme Gioia, Corley e Hamilton (2013), e foram consolidados e representados na Figura 23 e detalhados posteriormente.

Figura 23 - Mecanismos de monitoramento e controle que facilitam o alinhamento entre principal-agente



Fonte: elaborado pela Autora conforme Gioia, Corley e Hamilton (2013).

Alinhamento da tese de investimentos

A *due diligence* antes do investimento já havia sido mapeada (Agrawal & Hockerts, 2019) como um fator crítico para o alinhamento das expectativas e valores, entretanto este pode ser enquadrado dentro de um guarda-chuva maior, que é o alinhamento com a tese de investimentos. A tese de investimento é anterior a *due diligence* pois é nela que se estabelecem os pré-requisitos que vão balizar o processo decisório considerando risco, retorno e impacto como por exemplo: tamanho da empresa, volume do investimento, setor, tecnologia, intencionalidade do impacto, modelo de negócios, expectativa de retorno no tempo, localização. Observamos nos estudos de casos 1, 2 e 3, que a seleção das empresas é feita conforme a tese de investimentos, demonstrando-se como componente chave.

Vale destacar que, na tese de investimentos, o modelo de negócio e a expectativa de retorno no tempo são itens importantes para no futuro evitar conflitos e tensões. No Negócio social 3 é inclusive apresentado um bom exemplo que pondera o “aumento da receita no curto prazo” *versus* “aumento da base de clientes para maior retorno financeiro e impacto no futuro”. Como as premissas foram estabelecidas desde o início, o “ganhar dinheiro hoje com impacto” *versus* “ganhar dinheiro no longo prazo com mais impacto” não representou um dilema entre investidores e a empresa e se preservou a missão social da empresa.

Sendo assim, constatamos que o alinhamento da tese de investimentos pode diminuir significativamente os conflitos de agência e evitar o esvaziamento da missão social em detrimento do resultado financeiro de curto prazo. Como consequência a *due diligence* tem seu papel relevante; assim como a estratégia de saída de investimentos de forma responsável, quando não faça mais sentido para os investidores.

Estruturação da Governança Corporativa

Os mecanismos de governança corporativa são considerados na Teoria da Agência, possibilitando o controle e o monitoramento, e são também apontados na literatura dos negócios sociais (Wilson & Post, 2013). A independência entre o *board* e o corpo executivo, a inclusão de múltiplos *stakeholders* considerando o propósito da empresa, o monitoramento dos executivos, e incentivos apropriados são importantes para equilibrar os objetivos sociais e financeiros (Bacq, Janssen, & Kickul, 2011).

De forma muito semelhante como acontece nos negócios de *venture capital*, os fundos de investimentos de impacto investem na estruturação da governança corporativa da empresa investida. Isso pode ser constatado nos estudos de caso 2 e 3. O mesmo não acontece no estudo de caso 1, pois eles possuem o mecanismo de dívida. Os fundos contribuem na composição do Conselho das empresas, assim como os comitês e fóruns temáticos; mentoria das empresas, engajando outros atores relevantes; acordo de acionistas com cláusulas específicas sobre os indicadores socioambientais, assim como sobre a retenção e remuneração dos executivos chaves do negócio.

Tanto os Negócios sociais 2 e 3 entendem que as contribuições dos investidores na sua governança são valiosas para o desempenho financeiro e social; e enxergam que participação dos fundos nos Conselhos ajudam a preservar a missão social, a tese de investimentos e equilibrar as lógicas sociais e comerciais (Bacq, Janssen, & Kickul, 2011; Ebrahim, Battilana, & Mair, 2014).

Um outro ponto que merece destaque é a possibilidade de maior inovação na medida que se integram múltiplas lógicas e tem o apoio de diferentes atores para gerar novas soluções sociais ou formas de escala (Pache & Santos, 2013). Os Conselhos, os fóruns temáticos e o processo de mentoria impulsionam a inovação, na medida que precisam equilibrar os objetivos sociais e financeiros. No negócio social 2 isso fica evidenciado pela busca de um modelo de negócio que tenha sustentabilidade financeira e que continue gerando impacto positivo.

Acompanhamento financeiro

Nos três estudos de caso observa-se o empenho, tanto do lado do investidor quanto do negócio, em formatar um processo adequado e acompanhar os principais indicadores financeiros. Os indicadores financeiros variam conforme a natureza do negócio, mas é visto muito relevante nos três casos. No estudo de caso 1, o fundo quer que as dívidas sejam pagas; e, nos estudos de caso 2 e 3, há sim a preocupação de manter uma sustentabilidade financeira e ajudar a escalar o negócio.

Um outro ponto comum entre os casos é a aceitação de que o resultado financeiro maior virá num médio ou longo prazo; dificilmente no curto prazo. Este ponto novamente refere-se ao alinhamento da tese de investimento, quando os prazos de retorno também são discutidos.

Esta visão mais de longo prazo também traz a discussão sobre o *shareholderversus stakeholder*. No final das contas, em alguma medida, a preocupação do investidor não é somente o dinheiro, mas sim os *trade-offs* para ações pró sociedade e meio ambiente (Hart & Zingales, 2017). No estudo de caso 3, o Negócio social 3 evidencia esse *trade-off*, pois o abrir mão de maior resultado financeiro no curto prazo, tende a aumentar o impacto para seus beneficiários e um resultado maior no futuro. Verificar esse tipo de *trade-off* em prol de um impacto maior é um avanço, mas só é possível pelo alinhamento prévio entre as partes envolvidas.

Acompanhamento do impacto

Um dos potenciais conflitos de agência é a dificuldade de mensurar e reportar o impacto social para os investidores (Viviani & Maurel, 2019); e o potencial conflito aumenta na medida que ainda há muita subjetividade sobre o tema e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento (Höchstädter & Scheck, 2015). Atualmente, os modelos de avaliação variam conforme o significado do impacto e as escolhas dos investidores sobre como mensurar e também são reflexo sobre seu comprometimento com o tema (Reisman & Hoffman, 2018).

Observa-se nos três estudos de casos que cada um define a sua própria estratégia para significar e acompanhar o impacto. O fundo de investimento 1 relata que acompanha *outputs* e os fundos de investimentos 2 e 3 relatam que usam *frameworks* internacionais, mas alinham a *teoria da mudança* e os indicadores a serem acompanhados de forma individualizada. Os fundos de investimentos de impacto e os negócios sociais constroem conjuntamente os indicadores socioambientais caso a caso conforme a natureza do negócio, trazendo ainda mais objetividade e granularidade para os impactos desejados. Além disso, os indicadores são atrelados ao negócio principal, ou seja, esperando-se que conforme o negócio cresça, maior será o potencial impacto.

Os indicadores definidos são incluídos no acordo de acionistas e nas taxas de performance dos fundos. Dessa forma, geram-se os incentivos corretos para o investidor e a empresa, visando a entrega do desempenho financeiro e social simultaneamente.

Khandker, Koolwal e Samad (2009) propõem quatro aspectos para a geração de valor: *inputs* (recursos investidos e meio pelo qual se atingirá o impacto desejado), *outputs* (resultados diretos, tangíveis e imediatos), *outcomes* (resultados de médio e longo prazo e trazem uma mudança na vida das pessoas expostas as atividades) e, por fim, impacto

(estimativa dos *outcomes*, excluindo o que teria acontecido sem a intervenção inicial). Ao aprofundar nos indicadores de desempenho social, observa-se pelos estudos de casos, que tanto os fundos quanto as empresas medem os *outputs*, e usam estudos secundários ou aproximações para compreender seus *outcomes* e impactos.

Conforme o mercado dos investimentos de impacto aumente, maior será a pressão para aprimorar as práticas de mensuração (Reisman & Hoffman, 2018). Este talvez seja um dos maiores desafios para o ecossistema de investimentos de impacto e negócios sociais. O *Impact Management Project* (IMP) vem trabalhando internacionalmente para prover padrões que melhorem a gestão e o reporte do impacto, mas será preciso que cada ator, coletivamente e individualmente, coloque esforços para o aprimoramento da sua gestão de impacto.

Governança com os investidores

Nos estudos de caso 2 e 3 é possível verificar a governança dos fundos para manter seu alinhamento com seus investidores. Reuniões de Conselho, reuniões e fóruns com os investidores e relatórios com o desempenho financeiro e social são os mecanismos utilizados. Entretanto, o ponto de destaque é a taxa de performance dos próprios Fundos com os componentes financeiros e sociais.

VOX e MOV são remunerados pela taxa de administração e a taxa de performance, sendo que a taxa de performance é composta por indicadores financeiros e de impacto, relatados em ambos os regulamentos dos fundos. Este tipo de mecanismo dá transparência sobre sua remuneração e também gera o incentivo na direção correta, onde o desempenho financeiro e social caminham juntos.

6 CONCLUSÃO

Este projeto buscou identificar as características das tensões e dos conflitos derivados da dualidade de objetivos dos negócios sociais e dos investimentos de impacto. As tensões são inerentes aos negócios sociais e os potenciais conflitos de agência podem ser mitigados por mecanismos de monitoramento e controle, promovendo o alinhamento entre investidores e gestores. Assim, esta pesquisa empírica qualitativa ajudou a entender como se dá o alinhamento dos investidores de impacto e gestores de negócios sociais, as características das tensões e conflitos e o cruzamento com os tipos de investidores (pessoa física, fundos e institucionais) e perfis (*financial first* e *impact first*) e tipos de mecanismos financeiros (*equity* e dívida). Buscou-se a representatividade na seleção dos casos para que os resultados pudessem ser extrapolados e generalizados, trazendo contribuições teóricas, gerenciais e com impacto social.

Um dos primeiros achados acadêmicos deste estudo é a limitação da classificação do perfil de investidores como *impact first* ou *financial first*. O *framework* do *Impact Management Project* (IMP) parece ser mais adequado para classificar as intenções e o perfil dos investidores. Além disso, os três casos estudados revelaram que o relacionamento entre os investidores e os gestores de negócios sociais está sujeito aos conflitos de agência. As características das tensões e conflitos mapeados foram: 1) captação de recursos; 2) gestão dos negócios; 3) *debtholders x shareholders*; 4) crescimento e escala; 5) postura do investidor; 6) uso legítimo dos lucros e distribuição de dividendos; 7) significado do impacto; 8) Tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira; 9) Tem resultado financeiro, mas impacto controverso; 10) risco ASG; 11) gestão de *stakeholders*, que ganha alguns contornos adicionais em função do impacto positivo esperado na sociedade. Cada uma das características acima foi descrita na seção anterior.

A análise da relação dos investidores e gestores de negócios sociais à luz da Teoria da Agência contribuiu para o refinamento da teoria considerando o contexto atual e os novos modelos de negócio e de investimentos que vão surgindo (Bendickson et al., 2016). Nesta pesquisa, os conflitos variaram entre os casos estudados e a principal contribuição acadêmica está relacionada aos tipos de conflito conforme o tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil de investidores. Primeiro, o perfil do investidor influencia o tipo de conflito, sendo que se o investidor tiver predominância da lógica social, os conflitos tendem a estar relacionados a sustentabilidade financeira; e se a predominância for comercial, os conflitos tendem a estar relacionados com a missão social. Segundo, o tipo de mecanismo financeiro (*equity* ou

dívida) pode ter maior ou menor influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social ou potencializar a inovação social, sendo que o mecanismo de *equity* tende a influenciar positivamente. E, terceiro, o conhecimento e a experiência dos investidores de impacto influenciamos potenciais conflitos; e quanto maior a maturidade e o dever fiduciário mais esforço será alocado para monitorar e controlar as ações da empresa investida para evitar o esvaziamento da missão social e influenciar o seu ecossistema.

Ainda sob o ponto de vista acadêmico, foi possível mapear os mecanismos que facilitam o alinhamento e o monitoramento entre principal-agente: (1) o alinhamento com a tese de investimentos, (2) a estruturação da governança corporativa, (3) o acompanhamento financeiro e (4) do impacto e (5) a governança com os investidores do fundo. Todos são muito relevantes, destacando-se o alinhamento da tese de investimento no processo decisório conforme as expectativas de risco, retorno e impacto (e os *trade-off*); a participação nos Conselhos para evitar esvaziamento na missão social e promover inovação; assim como os incentivos adequados que constam na remuneração dos fundos incluindo indicadores sociais e financeiros.

Todos os achados acadêmicos trazem contribuições gerenciais, na medida que ajudam a aperfeiçoar a forma como investidores e gestores se relacionam. Importante que os investidores e negócios implementem os mecanismos de monitoramento e controle. Usar a listagem fornecida na figura 23, pode servi como um parâmetro inicial para buscar diminuir potenciais conflitos entre ambos. Conforme a predominância do investidor e do negócio (social ou comercial), os mecanismos devem ser ajustados e reforçados, como por exemplo, reforçar a mensuração dos *outcomes* ou dar voz para os diferentes *stakeholders* na governança. Além disso, constata-se a importância da contínua disseminação do que são os investimentos de impacto e os negócios sociais. É preciso deixar clara a intenção e o significado do impacto para promover o alinhamento entre investidores e negócios. Quanto maior for o entendimento, menores serão os conflitos, e maior a probabilidade de aumentar a maturidade sobre o tema e a demanda por esse tipo de produto de investimento e, conseqüentemente, a representatividade no portfólio dos investidores.

Logo no início deste trabalho, reforça-se como os negócios sociais e os investimentos de impacto são uma alternativa para encontrar soluções para os problemas sociais e ambientais. Nesse sentido, é preciso destacar o impacto social desta pesquisa, que traz análises e conclusões que ajudam o ecossistema a ganhar maior maturidade. Nesse sentido, um achado é justamente sobre o que significa impacto para gestores e investidores. No Brasil, o termo “impacto” é utilizado para falar sobre o resultado social ou ambiental do negócio, e a forma

como o termo é utilizado não corresponde aos referenciais teóricos internacionais existentes. O termo mais usado no Brasil é “negócios de impacto” e não “negócios sociais”, como na maioria dos países. Apesar dos fundos e dos negócios estudados terem a intencionalidade do impacto, nenhum deles mensura o impacto. Todos mensuram os *outputs*, alguns chegam nos *outcomes*, por estudos secundários, e apresentam sua *teoria da mudança* para demonstrar quais são os impactos esperados conforme seus *inputs*, *outputs* e *outcomes*. É preciso avançar na mensuração dos *outcomes* e o impacto, o que está em consonância com as Recomendações recentemente lançadas pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de impacto (2021), que inclui um item sobre a Contabilidade do impacto, ou seja, a necessidade de metodologias e ferramentas mais objetivas e padronizadas para que empresas possam contabilizar, de forma transparente e comparável, os seus impactos sociais e ambientais, aumentando, com isso, o volume de recursos investidos em empresa. Esta pesquisa reforça tal recomendação, na medida que as intenções, o significado e a contabilidade do impacto precisam ficar claros para o público em geral, pois serão chave para o crescimento da demanda. O *family office* entrevistado, por exemplo, relata que seus clientes têm dificuldade de enxergar a diferença entre o impacto de um bem-intencionado pequeno (ou médio) negócio social *versus* o impacto de uma grande empresa que gera milhões de empregos e tem estratégias de sustentabilidade consistentes. Ou seja, mesmo que a ecossistema de investimentos de impacto tenha boas respostas, é preciso disseminar o conceito e tangibilizar os benefícios deste tipo de mecanismo financeiro para investidores ainda céticos.

Destaca-se ainda que no Brasil, os fundos de investimentos de impacto são de alto risco e, em sua maioria, são para investidores qualificados, não chegando para a massa da população. Assim, tem-se o desafio de encontrar formas de oferecer produtos com risco e tickets menores. Uma das possíveis soluções é a oferta de fundos de dívida com uma renda fixa pré-estabelecida, que oferecem menores risco aos investidores e podem ter maior potencial de alcance. Entretanto, como foi mencionado anteriormente, os gestores de mecanismos de dívida podem ter menos influência sobre a missão social do negócio. Ou seja, é um desafio crescer os investimentos de impacto, chegar a cada vez um número maior de investidores, e escalar negócios sociais sem que haja o esvaziamento de sua missão. Discutir abertamente sobre esse desafio e mensurar os *outcomes* e o impacto podem ser caminhos para não esvaziar a missão social de um negócio ou um fundo de direitos creditórios.

Uma das limitações desta pesquisa é que, apesar de terem sido mapeados uma série de fundos de impacto no Brasil, observou-se que muitos foram recém-lançados ou têm poucos materiais à disposição para a análise documental. Além disso, não temos no Brasil fundos de

pensão que estejam fazendo investimentos de impacto e que ajudassem a entender o mandato e o dever fiduciário dos mesmos neste contexto; por fim não foi possível incluir um fundo de *equity* que fosse *impact first*, enriquecendo a análise sobre fundos *impact first*.

Para estudos futuros, recomenda-se (1) comparar fundos de *equity* de impacto versus fundos de *private/venture equity* tradicionais, buscando aprofundar as diferenças e similaridades dos conflitos de agência; (2) expandir a análise para outros países da América Latina como México, Colômbia e Chile que também vêm aumentando seus recursos alocados em investimentos de impacto; (3) apesar de no Brasil haver poucos fundos de investimentos de impacto que usem mecanismos de dívida, e alguns ainda muito recentes, seria importante aprofundar buscando compreender as formas de evitar o esvaziamento da missão social; por fim, (4) cabe investigar o significado do impacto esperado por diferentes públicos: investidores de impacto atuantes *versus* investidores tradicionais e mais céticos; investidores de alta renda *versus* investidores do varejo. Tais análises podem ajudar a desmistificar e a compreender melhor as motivações dos mesmos.

REFERÊNCIAS⁸

- Addis, R., McLeod, J., & Raine, A. (2013). *IMPACT-Australia: Investment for social and economic benefit*. Department of Education, Employment and Workplace Relations.
- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2019). Impact Investing Strategy: Managing Conflicts between Impact Investor and Investee Social Enterprise. *Sustainability*, 11(15), 4117.
- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2019). Impact investing: review and research agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 1-29.
- Akbulaev, N., Aliyev, Y., & Ahmadov, T. (2019). Research models for financing social business: theory and practice. *Heliyon*, 5(5), e01599.
- Albuquerque, E. V. D. (2019). *Um estudo comparativo estrutural entre fundos de investimentos de impacto no mercado brasileiro e em mercados desenvolvidos: alternativas para o crescimento do setor no Brasil*. (Dissertação de Mestrado Profissional em Finanças e Economia, Escola de Economia de São Paulo, FGV, São Paulo)
- Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. (2019). Recuperado de <https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2019/02/Publica%C3%A7%C3%A3o-Produtos-financeiros-de-impacto-2.pdf> Acesso em 02/06/20
- Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. (2021). Visão de futuro para a agenda de impacto no Brasil até 2025. Recuperado de <http://aliancapeloimpacto.org.br/wp-content/uploads/2021/03/alianca-interativo.pdf>. Acesso em 28.08.2021.
- Annie, E. (2004). Theory of Change: A Practical Tool for Action, Results and Learning. *Casey Foundation*, 10-11.
- Appleton J. (2002). Critiquing approaches to case study design for a social constructivist inquiry. *Qualitative research Journal*, 2(2), 80-97.
- Aspen Network of Development Entrepreneurs. (2020). *Investimentos de Impacto na América Latina*. Recuperado de <https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/enimpacto/RelatorioANDE2020.pdf>
- Bacq, S., Janssen, F., & Kickul, J. (2011). Governing for impact and performance within social entrepreneurial ventures: the mediating role of organizational capabilities. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 31(19).
- Barki, E., Izzo, D., Torres, H., & Bittencourt, L. A. (Eds.). (2013). *Negócios com impacto social no Brasil*. Peirópolis.

⁸De acordo com o estilo APA (American Psychological Association)

- Barki, E., Rodrigues, J., Comini, G. (2020). Impact business: a concept under construction. *Iberoamerican Journal of Entrepreneurship and small business*, 9(4), 477-501, sept/dec.
- Battilana, J., Lee, M., Walker, J., & Dorsey, C. (2012). In search of the hybrid ideal. *Stanford Social Innovation Review* – Summer 2012.
- Battilana, J., & Lee, M. (2014). Advancing research on hybrid organizing—Insights from the study of social enterprises. *The Academy of Management Annals*, 8(1), 397-441.
- Battilana, J., Sengul, M., Pache, A. C., & Model, J. (2015). Harnessing productive tensions in hybrid organizations: The case of work integration social enterprises. *Academy of Management journal*, 58(6), 1658-1685.
- Battilana, J. (2018). Cracking the organizational challenge of pursuing joint social and financial goals: Social enterprise as a laboratory to understand hybrid organizing. *M@n@gement*, 21(4), 1278-1305.
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E., & Davis, P. E. (2016). Agency theory: the times, they are a-changin'. *Management Decision*.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1991). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers, New Brunswick, New Jersey.
- Blair, M. M. (1996). Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century. *Long Range Planning*, 29(3), 432-432.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6(3), 9-18.
- Bugg-Levine, A., Kogut, B., & Kulatilaka, N. (2012). A new approach to funding social enterprises. *Harvard business review*, 90(1/2), 118-123.
- Comini, G. M., Barki, E., & Aguiar, L. (2013). O novo campo dos negócios com impacto social. *Negócios com impacto social no Brasil* (cap. 2, pp. 41-64).
- Comini, G. M. (2016). *Negócios sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Creswell, J. W. (2014). *Investigação Qualitativa e Projeto de Pesquisa: Escolhendo entre Cinco Abordagens*. Penso Editora.
- Comissão de Valores Mobiliários (2020) Formulário de Referência (CVM 480). Recuperado de http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html.
- Comissão de Valores Mobiliários (2014) A Instrução nº 554/14. Recuperado de <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554.pdf>
- Decreto nº 9.977/19. (2019, 19 de agosto). Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-

- [2022/2019/Decreto/D9977.htm#art13;](http://www.mdic.gov.br/images/enimpecto/20191002_Apresentacao_7a_reuniao_Enimpecto.pdf)
http://www.mdic.gov.br/images/enimpecto/20191002_Apresentacao_7a_reuniao_Enimpecto.pdf
- Dees, J. G. (2007). Taking social entrepreneurship seriously. *Society-New Brunswick. Transaction Social Science and Modern*, 44(3), 24-31, abril/março.
- Dees, J. G. (2012). A tale of two cultures: Charity, problem solving, and the future of social entrepreneurship. *Journal of business ethics*, 111(3), 321-334.
- Defourny, J. D., & Nyssens, M. (2012). The emes approach of social enterprise in a comparative perspective. *EMES European Research Network*.
- Denzin, N. K., & Lincoln, Y. S. (Eds.). (2011). *The Sage handbook of qualitative research*. sage.
- Ebrahim, A., Battilana, J., & Mair, J. (2014). The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in Organizational Behavior*, 34, 81-100.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4), 532-550.
- Emerson, J., & Smalling, L. (2017). Construction of an impact portfolio: Total portfolio management for multiple returns. *The ImpactAssets handbook for investors: Generating social and environmental value through capital investing*, 21-45.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Freeman, R. E. (1984). Strategic management. In: *A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry. *Monitor Institute*, 1-86.
- Freitas, W. R., & Jabbour, C. J. (2011). Utilizando estudo de caso (s) como estratégia de pesquisa qualitativa: boas práticas e sugestões. *Revista Estudo & Debate*, 18(2), 7-22.
- Funnell, S. C., & Rogers, P. J. (2011). *Purposeful program theory: Effective use of theories of change and logic models* (Vol. 31). John Wiley & Sons.
- Galera, G., & Borzaga, C. (2009). Social enterprise: an international overview of its conceptual evolution and legal implementation. *Social Enterprise Journal*, 5(3).
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational Research Methods*, 16(1), 15-31

- Global Impact Investing Network. (2018). *Roadmap for the future of impact investing: reshaping financial markets* (pp. 41-43).
- Global Impact Investing Network. (2019). *Core Characteristics of impact Investing*. Recuperado de https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf
- Global Impact Investing Network. (2019a). *Annual Impact Investor Survey*. Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2019>
- Global Impact Investing Network. (2019b). *Sizing the Impact Investing Market*. Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/impinv-market-size>
- Global Impact Investing Network. (2019c). *Impact Investing: a guide to this dynamic market*. Recuperado de https://thegiin.org/assets/documents/GIIN_impact_investing_guide.pdf
Acesso em 02/06/20
- Global Impact Investing Network. (2020). *Annual Impact Investor Survey*. Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>. Acesso em 23/08/2020.
- Global Impact Investing Network. (2021). *A Guide for impact investment fund managers*. Recuperado de <https://thegiin.org/creating-a-strong-investment-and-impact-thesis> Acesso em 27.08.2021
- Golafshani, N. (2003). Understanding reliability and validity in qualitative research. *The Qualitative Report*, 8(4), 597-607.
- Hart, O., & Zingales, L. (2017). Serving shareholders doesn't mean putting profit above all else. *Harvard Business Review*, 1, 2-6.
- Hawley, J. P., & Williams, A. T. (2005). Shifting ground: emerging global corporate-governance standards and the rise of fiduciary capitalism. *Environment and Planning A*, 37(11), 1995-2013.
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475.
- Impact Management Project. (2021). Recuperado de <https://impactmanagementproject.com/>
- Inside Impacto (2020). *Impact Investing in Brazil*. Março 2020 Recuperado de <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4242.pdf>
- Jayashankar, P., Ashta, A., & Rasmussen, M. (2015). Slow money in an age of fiduciary capitalism. *Ecological Economics*, 116, 322-329.
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 22(1), 32-42.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Economics Social Institutions* (pp. 163-231). Springer, Dordrecht.

- Khandker, S., B. Koolwal, G., & Samad, H. (2009). *Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices*. The World Bank.
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2009). *Interviews: Learning the craft of qualitative research interviewing*(pp. 177-183). Sage.
- Lewis, M. W. (2000). Exploring paradox: Toward a more comprehensive guide. *Academy of Management review*, 25(4), 760-776.
- Linder, S., & Foss, N. J. (2015). Agency theory. In *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences* (pp. 344-350). Elsevier.
- Mair, J., & Marti, I. (2006). Social entrepreneurship research: A source of explanation, prediction, and delight. *Journal of world business*, 41(1), 36-44.
- Mair, J., Mayer, J., & Lutz, E. (2015). Navigating institutional plurality: Organizational governance in hybrid organizations. *OrganizationStudies*, 36(6), 713-739.
- Mazzon, J. A. (1981). *Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social*. Tese (Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Mogapi, E. M., Sutherland, M. M., & Wilson-Prangley, A. (2019). Impact investing in South Africa: managing tensions between financial returns and social impact. *European Business Review*.
- Murray, R., Caulier-Grice, J., & Mulgan, G. (2010). *The open book of social innovation* (p. 2). London:
- Nunes, J. V., Woloszyn, M., Gonçalves, B. S., & de Souza Pinto, M. D. (2017). A pesquisa qualitativa apoiada por softwares de análise de dados: uma investigação a partir de exemplos. *Fronteiras-estudos midiáticos*, 19(2), 233-244
- Ormiston, J., Charlton, K., Donald, M. S., & Seymour, R. G. (2015). Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. *Journal of Social Entrepreneurship*, 6(3), 352-378.
- Pache, A. C., & Santos, F. (2013). Inside the hybrid organization: Selective coupling as a response to competing institutional logics. *Academy of management journal*, 56(4), 972-1001.
- Pozzebon, M., & Petrini, M. (2013). Critérios para condução e avaliação de pesquisas qualitativas de natureza crítico-interpretativa. *Pesquisa Qualitativa em Administração: fundamentos, métodos e usos no Brasil*, 51-72.
- Reeder, N., Colantonio, A., Loder, J., & Rocyn Jones, G. (2015). Measuring impact in impact investing: an analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(3), 136-154.

- Reisman, J., Olazabal, V., & Hoffman, S. (2018). Putting the “Impact” in impact investing: The rising demand for data and evidence of social outcomes. *American Journal of Evaluation*, 39(3), 389-395.
- Riege, A. M. (2003). Validity and reliability tests in case study research: a literature review with “hands-on” applications for each research phase. *Qualitative market research: An International Journal*, 6(2), 75-86.
- Rogers, P. (2014). Theory of change. *Methodological briefs: impact evaluation*, 2(16), 1-14.
- Sampson, H. (2004). Navigating the waves: the usefulness of a pilot in qualitative research. *Qualitative Research*, 4(3), 383-402.
- Seidman, I. (2006). *Interviewing as qualitative research: A guide for researchers in education and the social sciences*. Teachers college press. 3rd edition
- Smith Jr, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Smith, W. K., & Lewis, M. W. (2011). Toward a theory of paradox: A dynamic equilibrium model of organizing. *Academy of management Review*, 36(2), 381-403.
- Smith, W. K., Gonin, M., & Besharov, M. L. (2013). Managing social-business tensions: A review and research agenda for social enterprise. *Business Ethics Quarterly*, 23(3), 407-442.
- Spieth, P., Schneider, S., Clauß, T., & Eichenberg, D. (2019). Value drivers of social businesses: A business model perspective. *Long Range Planning*, 52(3), 427-444.
- Sullivan, R. (2015). Fiduciary duty in the 21st century. Available at SSRN 2724866.
- Symon, G., Cassell, C., & Johnson, P. (2018). Evaluative practices in qualitative management research: A critical review. *International Journal of Management Reviews*, 20(1), 134-154.
- Universidade de São Paulo. Sistema Integrado de Bibliotecas. (2016). *Diretrizes para apresentação de dissertações e teses da USP: APA*, 3a ed.
- Universidade de São Paulo. Sistema Integrado de Bibliotecas. (2019). *Diretrizes para apresentação de dissertações e teses da USP: APA*, 6a ed. Recuperado de <https://bibliotecafea.files.wordpress.com/2021/01/apa-2019.pdf>
- Telles, R. (2001). A efetividade da matriz de amarração de Mazzon nas pesquisas em Administração. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 36(4).
- Viviani, J. L., & Maurel, C. (2019). Performance of impact investing: A value creation approach. *Research in International Business and Finance*, 47, 31-39.
- Voss, C., Tsikriktsis, N., & Frohlich, M. (2002). Case research in operations management. *International Journal of Operations & Production Management*, 22(2), 195-219.

- Walchhütter, S., & Iizuka, E. S. (2019). Tensões Organizacionais Inerentes como Elemento Distintivo à Natureza dos Negócios Sociais. *Revista de Ciências da Administração*, 21(53), 129-143.
- Weiss, C. H. (1972). *Evaluating action programs: Readings in social action and education* (pp. 3-27). Boston: Allyn and Bacon.
- Wilson, F., & Post, J. E. (2013). Business models for people, planet (& profits): exploring the phenomena of social business, a market-based approach to social value creation. *Small Business Economics*, 40(3), 715-737.
- Yin, R. K. (1994). *Pesquisa estudo de caso-desenho e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 6, 2008-2013.
- Yin, R. K. (2005). *Estudo de caso: planejamento e métodos*(3, D. Grassi, trad.).
- Yunus, M., Moingeon, B., & Lehmann-Ortega, L. (2010). Building social business models: Lessons from the Grameen experience. *Long range planning*, 43(2-3), 308-325.

APÊNDICES

Apêndice 1 – Protocolo dos estudos de casos

Natureza da pesquisa:	Qualitativa
Método	Estudo de Casos múltiplos
Questão principal da pesquisa:	Como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?
Objetivo principal:	Analisar como ocorrem as tensões na relação investidor-gestor de negócios sociais brasileiros
Temas da sustentação teórica:	O objeto de pesquisa são os negócios sociais e impactinvesting e os constructos são os Objetivos dos gestores de negócios Sociais e os Objetivos do investidor de Impacto. Serão analisadas as tensões na relação de ambos considerando a dualidade de objetivos e os consequentes potenciais conflitos de agência.
Definição da unidade de análise:	<p>Não amostral, os casos múltiplos ajudarão a cobrir os fenômenos de interesse e o seu contexto.</p> <p>3 estudos de casos com 6 unidades de análise (investidor + negócio social) considerando tipo, perfil de investidores e tipo de mecanismos financeiro.</p> <p>Estudo de caso 1: Investidor impactfirst (dívida) + Negócio Social 1 do ramo de educação</p> <p>Estudo de caso 2: Investidor financial first (equity) + Negócio Social 2 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços e de filantropia)</p> <p>Estudo de caso 3: Investidor financial first (equity) + Negócio Social 3 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços)</p> <p>Para complementar: foram selecionados 3 tipo de investidores - pessoa física, family office e banco multilateral.</p>
Potenciais entrevistados e múltiplas fontes de evidências	<p>O ponto de partida foi o mapeamento dos Investimentos de Impacto da Aliança de Finanças sociais e os PublicDeals da Publicação Inside Impacto. Foram feitas conversas com especialistas e análise documental para determinar o perfil dos investidores e selecionar os fundos. Foi constatado que educação era o setor comum nos três casos selecionados e, para cada fundo, foi escolhido um negócio.</p> <p>Fontes de dados primários: entrevistas semiestruturadas</p> <p>Fontes de dados secundários: Relatórios, site, regulamento dos fundos, notícias na mídia, artigos acadêmicos</p>
Obtenção da validação interna:	O Framework teórico contribuiu com a validação dos achados e foram ser adotadas as duas estratégias: a descrição detalhada dos casos e o uso da Triangulação com múltiplas e diferentes fontes, colocando a entrevista como eixo principal e os outros materiais como evidências cruzadas. Foi usado o sistema Atlas.ti para identificação das evidências e codificação dos dados. As evidências das entrevistas e da análise documental permitiu explorar cada aspecto da pesquisa, triangulando assim a informação e a validade dos achados. A confiabilidade foi dada pelo detalhamento das notas em campos, gravação e transcrição das entrevistas, e para avaliação será usado o checklist de Creswell (2010).
Análise do conteúdo:	Análise de conteúdo e análise documental. Análise por meio do sistema Atlas.ti
Síntese do roteiro de coleta de dados:	Desenhou-se um roteiro para análise documental e para entrevistas para investidores e para os negócios sociais. Ver detalhamento no Roteiro para coleta de dados página xxx e o Roteiro da entrevista no Anexo XX

Fonte: elaborado pela Autora.

Apêndice 2 – Bases iniciais para a escolha dos cases a serem estudados

2.1 – Quadro com os principais produtos financeiros no Brasil

Fundos	Produto	Status	Captação total (R\$)	Cota para investidores (R\$)	Rendimento realizado ou esperado
VOX	FIP	Fechado	84 M	1 M	18,2% a.a.
VOX 2	FIP	Em captação	60 M *	250 mil a 5 M	
MOV	FIP	Fechado	96,5 M	1 M	20,4% a.a.
MOV II	FIP	Aberto			
Kaetes	FDIC	Fechado		100 mil	110% CDI
Performa	FIP	Aberto		1 M	12 a 30% a.a.**
Positive Ventures	FIP	Em estruturação	50 M*	1 a 5 M	
Inseed Investimentos	FIP			1 M a 10 M	
Empirica	FIDCs	Em estruturação		10 mil ***	120% CDI
Synthase	SCP	Aberto	5 M*	250 mil	
Rise Ventures	Venture	Aberto			
Yunus	FIDC	Fechado	30 M*	10 mil ***	Correção do IPCA
Bemtevi	FIDC	Em estruturação	10 M*	200 mil	105% CDI
Nesst (em US\$)	Fund	Aberto	US\$ 5 MM	US\$ 100 mil	1 a 2% do valor em dolar

* meta

** Tem 3 fundos com diferentes rentabilidades

*** Investidores qualificados

Fonte: elaborado pela autora baseado em Produtos Financeiros de Impacto - Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2019).

2.2 Quadro com os principais Fundos e as empresas investidas no Brasil

Tipo: Fundos	Empresas investidas	Ano
VOX	Wpensar	2013
	To Life	2014
	Tamboro	2014
	ProRadis	2015
	TEM	2015
	Magnamed	2015
	Aonde Educacional	2017
	Celcoin	2019
	Sanar	N/A
	Bem Care	N/A
	Diaspora Black	N/A
	Kidopi	N/A
	Mais 60 Saúde	N/A
	Banco Pérola	N/A
	Plano CDE	N/A
	Inbep	N/A
	Avante	N/A
	Grão	N/A
VirtusPay	2019	
Yunus	Instituto Muda	N/A
	Provi	N/A
	Redação online	N/A
	Estante Mágica	N/A
	Assobio	2016
	4You2	2019
Kviv Ventures	VirtusPay	2019
	HAND TALK	N/A
	WNUTRITIONAL [LIFE MIX]	N/A
	I4PRO	N/A
	Livre	N/A
	Roix	N/A
	Avante	N/A
	Global Data Bank	N/A
Nutrebem	2019	
Bem te vi Investimentos	Pano Social	N/A
	ASID	N/A
	Flavia Aranha	N/A
	Acreditar	N/A
	Solano Trindade	N/A
	Liberte-se	N/A
MOV Investimentos	Terra Nova	2015
	Triciclos	2015
	Órigo	2015
	Biofilica	2016
	Audsat	2016
	Tuneduc	2016
	Sollar	2016
Kaetes	Dom Porquito	N/A
	Peixes da Amazonia	N/A
	Torres Engenharia	N/A
	Ouro Verde Amazonia	N/A

Fonte: elaborado pela Autora por pesquisas na internet e Inisde Impacto (2020).

Apêndice 3 – Roteiro para a coleta de dados (Análise Documental e Entrevistas)

Roteiro para a Coleta de dados para a análise documental e entrevistas	Investidor (Principal)	Negócio social (Agente)
Tipo de fontes para a coleta de dados	Fundos de investimento: site, relatórios, regulamento dos fundos, artigos acadêmicos, notícias na mídia e outros materiais relevantes.	Relatórios, Site, Comunicados relevantes aos investidores, notícias na mídia, artigos acadêmicos
Identificar as características das tensões e conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agente) enfrentam em função da dualidade de objetivos.	<p>Tensões de Performance: tensões derivam da divergência dos outcomes: objetivos, métricas e stakeholder. 1) como as organizações definem o que é sucesso e como um mesmo evento pode ser considerado sucesso para um lado e fracasso para outro 2) como as organizações sustentam suas métricas sociais e financeiras simultaneamente</p> <p>Tensões organizacionais: tensões derivam da divergência das dinâmicas internas: estruturas, práticas, culturas e processos. 1) modelo de contratação e socialização de funcionários 2) diferenciação x integração dos objetivos sociais e financeiros 3) modelo legal que a organização atua.</p> <p>Tensões de Pertencimento: tensões que emergem da diversidade de identidades de grupos e da organização. Como a organização gerencia 1) as diferentes identidades internas e expectativas 2) as diferentes expectativas entre grupos de stakeholders 3) como apresentam sua natureza híbrida para o público externo</p> <p>Tensões de aprendizado: tensões sobre o crescimento, escala e mudanças que emergem a depender do horizonte temporal. 1) a organização pode de fato atender os objetivos de curto e longo prazo 2) a organização consegue gerenciar um aumento de custos no curto prazo para atender seus objetivos de longo prazo</p>	
Evidências que demonstrem o tipo e perfil dos investidores, suas expectativas e tensões	Identificar as expectativas do investidor em relação ao resultado financeiro e impacto e situações de tensões	Identificar como se dá o relacionamento com seus investidores e situações de tensões.
Evidências dos mecanismos de relacionamento, controle e monitoramento do investidor com o gestor cruzando com as características das tensões mapeadas anteriormente.	Identificar as formas de relacionamento investidores-empresas investidas e o propósito de cada instrumento. Possíveis elementos elencados na teoria: due diligence prévio ao investimento, composição e papel do Board e Comitê Executivo, incentivos, accountability, espaços para negociação dos trade offs, mensuração e reporte do impacto e engajamento contínuo.	

Fonte: elaborado pela Autora.

Apendice4–Roteiro de perguntas para a Entrevistas (Negócio social e Investidor)

4.1 Roteiro de perguntas para o Negócio Social e investidores

Roteiro para a Coleta de dados na Entrevista	Investidor (Principal)	Negócio social (Agente)
Identificar as características das tensões e conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agente) enfrentam em função da dualidade de objetivos.	Performance: Quais são as métricas (sociais e financeiras) de performance que vocês acompanham junto aos negócios investidos? Por quais métricas vocês são mais cobrados e por quem (ou que cobram)? Pode dar exemplos de métricas financeiras e a sociais?	Performance: Quais são as métricas (sociais e financeiras) de performance que vocês acompanham como negócio? Por quais métricas vocês são mais cobrados e por quem (ou que cobram)? Pode dar exemplos de métricas financeiras e a sociais?
	Organizacional: Como você descreve o perfil do time do fundo? O time por um lado interage com as pessoas na ponta e sentem os "probelmassociais" e por outro também interage com investidores com alto poder aquisitivo. Os times que fazem essas interfaces são diferentes? Como é essa interação? Pode dar exemplos.	Organizacional: Como você descreve o perfil do time do negócio? Quem faz a interface com o investidor? Pode dar exemplo de como é essa interface?
	Pertencimento: Há expectativas divergentes considerando diferentes stakeholders: investidores, investidas, colaboradores, sociedade como um todo?	Pertencimento: Há expectativas divergentes considerando diferentes stakeholders: investidores, investidas, colaboradores, sociedade como um todo?
	Aprendizado: Pensando no curto prazo versus longo prazo, o quanto ter objetivos sociais e financeiros simultaneamente pode trazer inovação e maior impacto positivo ou esvaziar a missão da empresa? Pode dar exemplos?	Aprendizado: Pensando no curto prazo versus longo prazo, o quanto ter objetivos sociais e financeiros simultaneamente pode trazer inovação e maior impacto positivo ou esvaziar a missão da empresa? Pode dar exemplos?
Evidências que demonstrem os tipos de tensões e se há diferenças conforme o tipo, perfil do investidor e quando houver mais de um investidor num mesmo negócio.	Como é o relacionamento com a empresa investida xxxxx? O quanto vocês impulsionaram transformações positivas? E o quanto geram tensões? Pedir exemplos.	Como é o relacionamento com o investidor xxx? O quanto eles ajudam a promover transformações positivas ou geram demandas conflitivas, dilemas ou tensões? Pedir um exemplo
Identificar como os mecanismos identificados utilizados nas tensões mapeadas anteriormente	Existem formas de relacionamento, controle e monitoramento na relação investidor-empresa? (Primeiramente deixar livre e posteriormente explorar os seguintes mecanismos se não aparecem espontaneamente durante a entrevista: due diligence prévio ao investimento, composição e papel do Board e Comitê Executivo, incentivos, accountability, espaços para negociação dos trade offs, mensuração e reporte do impacto e engajamento contínuo). Pedir exemplos e histórias	Existem formas de relacionamento, controle e monitoramento na relação investidor-empresa? (Primeiramente deixar livre e posteriormente explorar os seguintes mecanismos se não aparecem espontaneamente durante a entrevista: due diligence prévio ao investimento, composição e papel do Board e Comitê Executivo, incentivos, accountability, espaços para negociação dos trade offs, mensuração e reporte do impacto e engajamento contínuo). Pedir exemplos e histórias

Fonte: elaborado pela Autora.